إدارة عناصر رأس المال العامل



د.نبيل عبد السلام شاكر

إدارة عناصر رأس المال العامل

* النقدية
* محفظة الأوراق المالية
* الحسابات المدينة
* المخزون

دكتور

نبيل عبد السلام شاكر

فهرس

الفصل الأول

الفصل الثاني

الفصل الثالث

مقدمة الكتاب

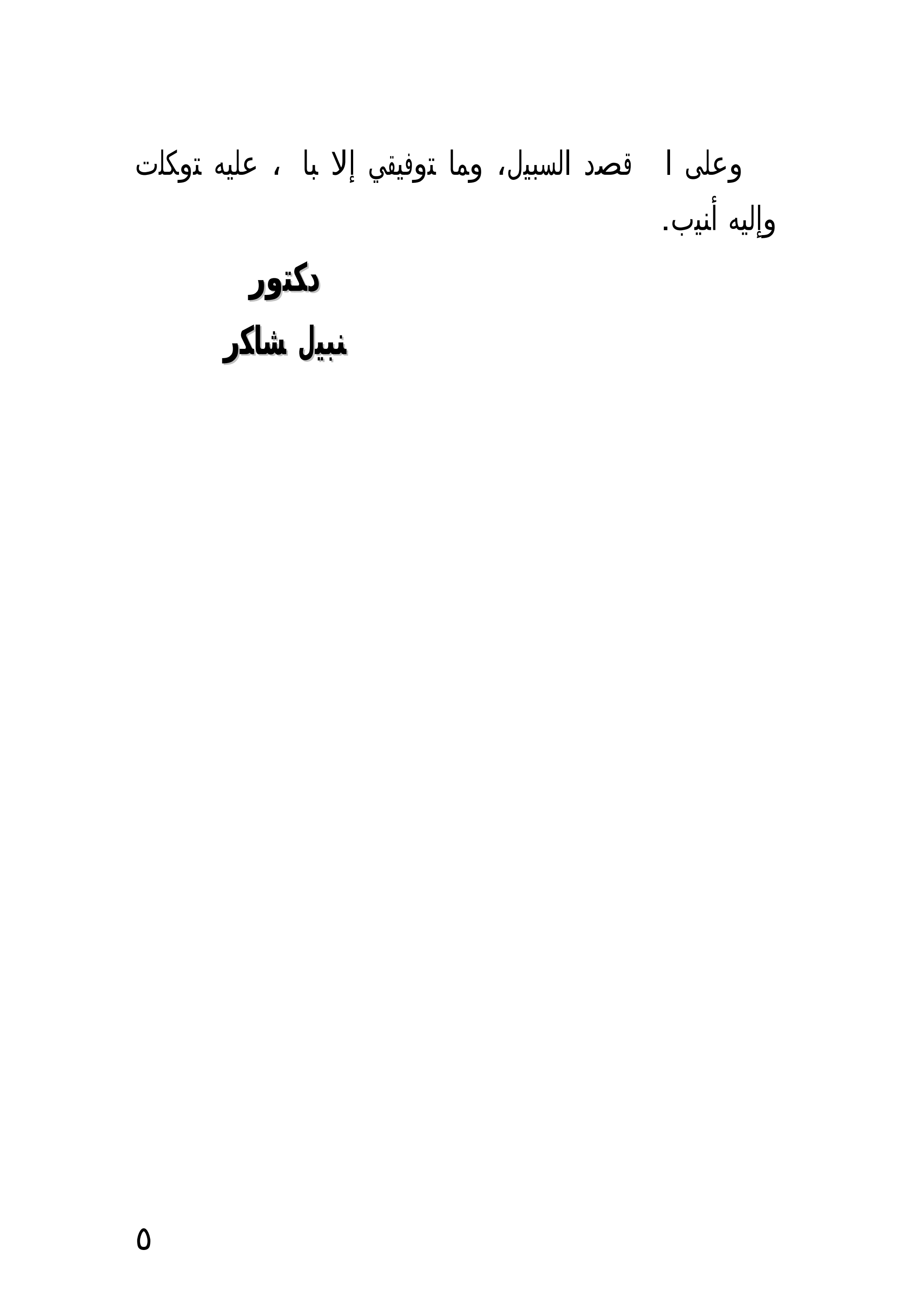
يهدف هذا الكتاب إلى تنمية وتدعيم قدرة الطالب المعرفية والمهارية المرتبطة بإدارة عناصر رأس المال العامِل، وذلك من خلال أسلوب يتصف بالتبسيط الشديد داخل إطـار مـن المتعة والإثارة.

ولقد صممنا هذا الكتاب ليتكون من ثلاثة فصول:

حيث خصصـنا الفصـل الأول ليغطـي الإدارة الفعالـة للاستثمار في النقدية من حيـث مبـررات الاحتفـاظ بهـا، بالإضافة إلى التوضيح المفَصل للتخطيط النقدي مـن حيـث تحديد خطواته المتتابعة، وكيفية اكتساب مهارة إعـداد كـل منها من خلال الاعتماد على مثالٍ رقمي.

وتم تخصيص الفصـل الثـاني ليغطـي الإدارة الفعالـة للاستثمار في الأوراق المالية، وكيفية اكتساب مهارة تقويمها باستخدام النماذج الرياضية.

وأخيرا تم تخصيص الفصل الثالث ليغطي الإدارة الفعالة للاستثمار في الحسابات المدينة والمخزون، وذلك باسـتخدام أسلوب شديد الوضوح والتبسيط.



وعلى ا قصد السبيل، وما توفيقي إلا با ، عليه توكلت وإليه أنيب.

دكتور

نبيل شاكر

الفصل الأول

الإدارة الفَعالة للاستِثْمار في النَقْدِية

الإدارة الفعالة للاستثمار في النقدية

متطلبات الاحتفاظ بالنقدية:

إن نجاح المنشأة في إدارة النقدية المتاحة لديها يتمثل فـي تشغيل هذه النقدية بالكامل طوال الوقـت (باسـتثناء الحـد الأدنى).

وتختلف مشاكل النقدية وإدارتها من منشأة لأخرى؛ نظرا لاختلاف حجم المنشأة وطبيعة نشاطها، والتوزيع الجغرافـي لأعمالها، وانتشار فروعها، وانتشار عملائها جغرافيا، وحجم النقدية المطلوبة لأعمالها، وحجم احتياجاتها مـن المصـادر التمويلية قصيرة الأجل، وحجم التـدفقات النقديـة الداخلـة والخارجة من المنشأة، ومدى الاعتماد على الائتمـان فـي تمويل الاحتياجات المالية المتقلبة فـي نشـاطها. وتحـتفظ المنشآت بالنقدية لمواجهة مجموعة من المتطلبـات سـنقوم بتحديدها في مرحلة لاحقة.

والواقع إن هناك اختلافًا في وجهات النظر حول مفهـوم النقدية بالشركات، وأهمية توفرها، حيث يـرى الـبعض أن توفر النقدية بالمنشأة يعكس مؤشرا إيجابيا لارتفاع ربحيتها،

وأن توفر النقدية السائلة يعني تحقيق الأرباح وقوة المركـز النقدي للمنشأة يمثل أهم الضمانات المالية [1].

ونحن نختلف مع الاتجاه المذكور حيث نؤكـد علـى أن زيادة النقدية السائلة عن الحد الأدنى المطلوب يجب معاملتها على أنها خصوم أو أعباء، وأن وجود نقدية غيـر مسـتغلة يجعلها تماما كالآلات أو المعِدات غير المستخدمة، وأن عدم استغلال النقدية بأسلوب كفء يحمل المنشأة أعبـاء عديـدة أهمها: فرص الربح الضائعة، وضياع فوائد الديون المجمدة بدون استثمار.

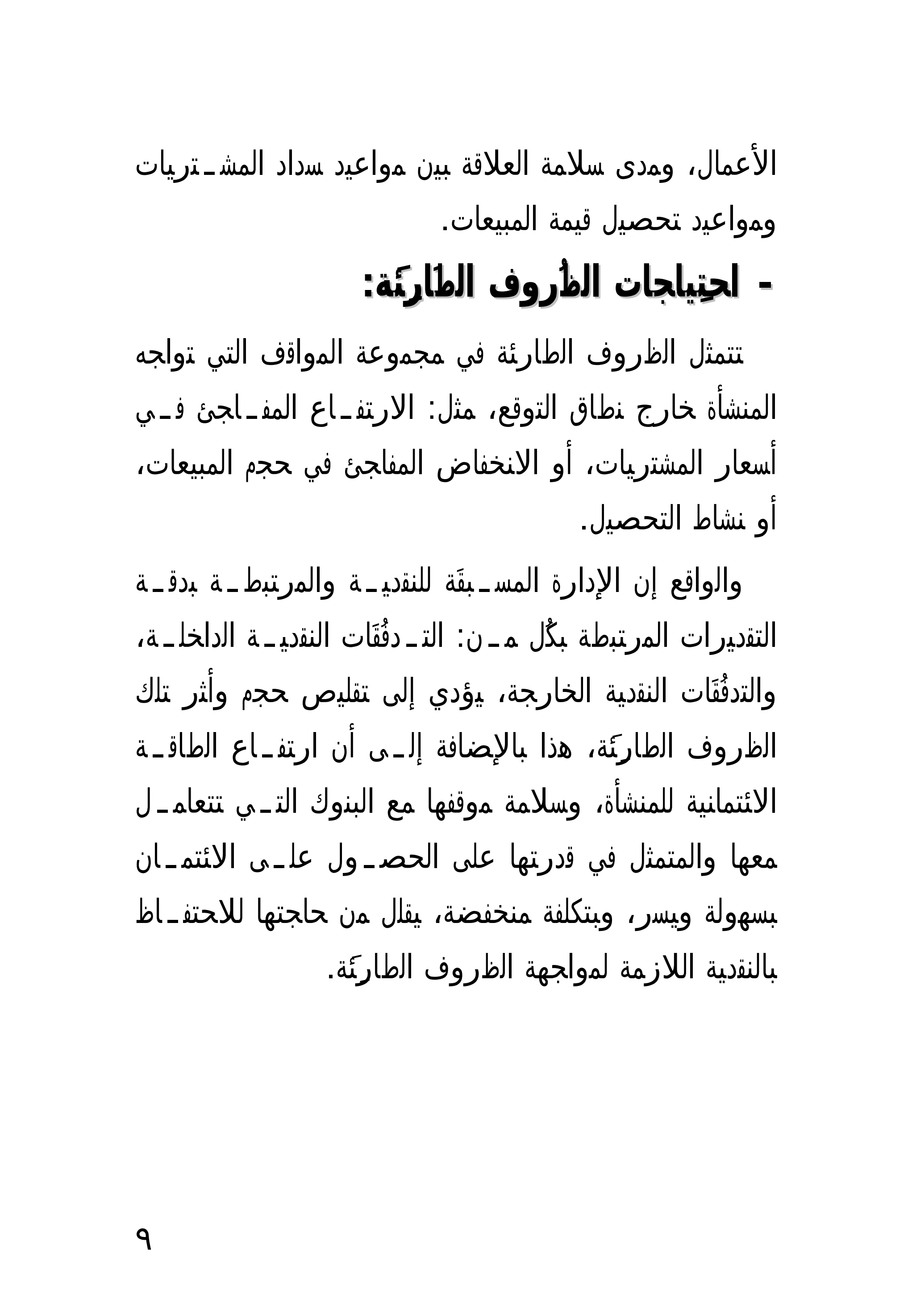
والواقع إن المنشآت باختلاف أنواعهـا تحـتفظ بالنقديـة لمواجهة مجموعة من الاحتياجات، أهمها ما يلي:

- احتِياجات التشغيل العادي:

التي تتمثل في عمليات الشراء والبيع، وتتباين احتياجـات المنشآت من النقدية مع تباين واختلاف طبيعة وحجم النشاط، وأساليب الشراء والبيع، بالإضافة إلى درجـة انتظـام دورة

---

(١) Desalvo, A., Cash Management Converts Dollars Into Working Assets HBR., May – June, ١٩٧١, P. ٩٢.



الأعمال، ومدى سلامة العلاقة بين مواعيد سداد المشـتريات ومواعيد تحصيل قيمة المبيعات.

- احتياجات الظروف الطارئة:

تتمثل الظروف الطارئة في مجموعة المواقف التي تواجه المنشأة خارج نطاق التوقع، مثل: الارتفـاع المفـاجئ فـي أسعار المشتريات، أو الانخفاض المفاجئ في حجم المبيعات، أو نشاط التحصيل.

والواقع إن الإدارة المسـبقَة للنقديـة والمرتبطـة بدقـة التقديرات المرتبطة بكُل مـن: التـدفُقَات النقديـة الداخلـة، والتدفُقَات النقدية الخارجة، يؤدي إلى تقليص حجم وأثر تلك الظروف الطارئة، هذا بالإضافة إلـى أن ارتفـاع الطاقـة الائتمانية للمنشأة، وسلامة موقفها مع البنوك التـي تتعامـل معها والمتمثل في قدرتها على الحصـول علـى الائتمـان بسهولة ويسر، وبتكلفة منخفضة، يقلل من حاجتها للاحتفـاظ بالنقدية اللازمة لمواجهة الظروف الطارئة.

- احتياجات المضاربة:

تعني المضاربة الاستعداد لاستغلال أي فُرص ربحِية غير متَوقعة من خلال توفير قَدرٍ من النقدية السائلة لمواجهة هـذا الاحتمال، حيث يمكننا حصر هذه الفُرص في الآتي:

- إمكانية الاستفادة من الخَصمِ النَقْدِي الممنوح للمنشأة من الموردِين.
- إمكانية تخفيض سعر بيع المنتجات بهـدف تـدعيم الموقف التنافسي للمنشأة.
- إمكانية الاستثمار المربح في الأوراق المالية.

- إعداد الخِطة النَقْدِية:

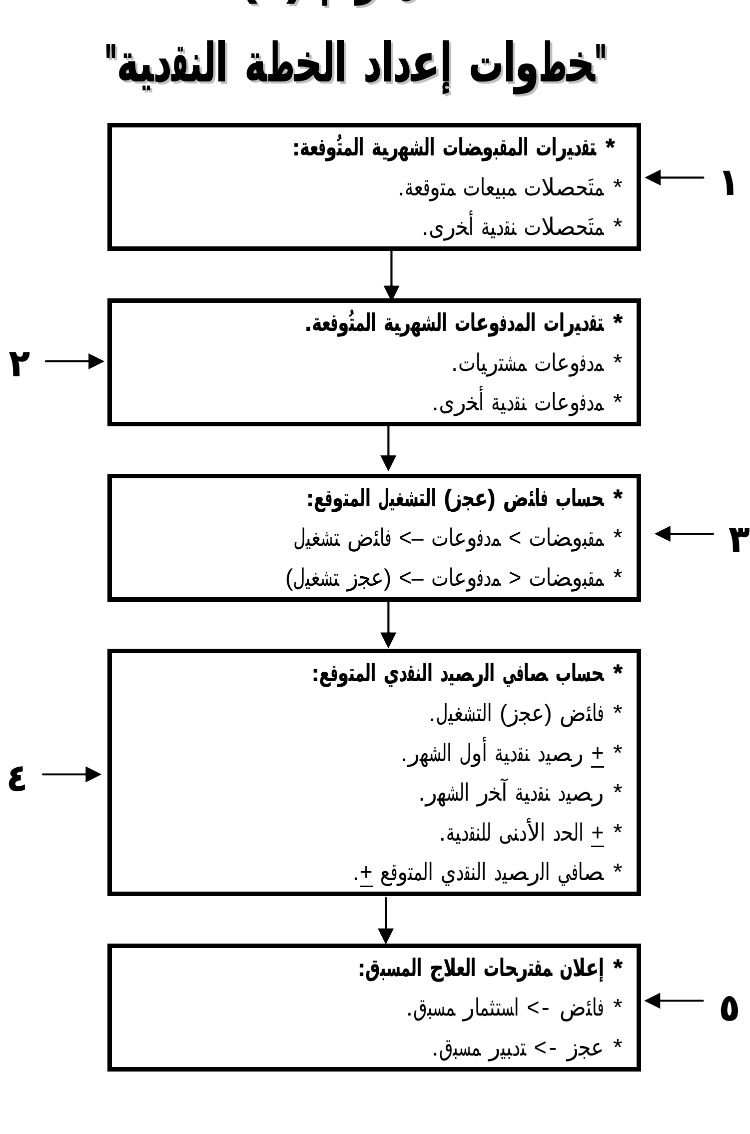
والواقع إن الأسلوب الأكثر شُـيوعا فـي مجـال الإدارة الفعالة للنقدية يتمثل في إعداد الخطة النقدية Cash budget والتي تحوي التدفقات النقديـة الداخلـة In flow Of Cash والتدفقات النقدية الخارجية Out Flow of Cash وذلك في صورة سنوية، أو نِصف سنوية، أو ربع سـنوية، أو ثُلـث سنوية أو شهرية.

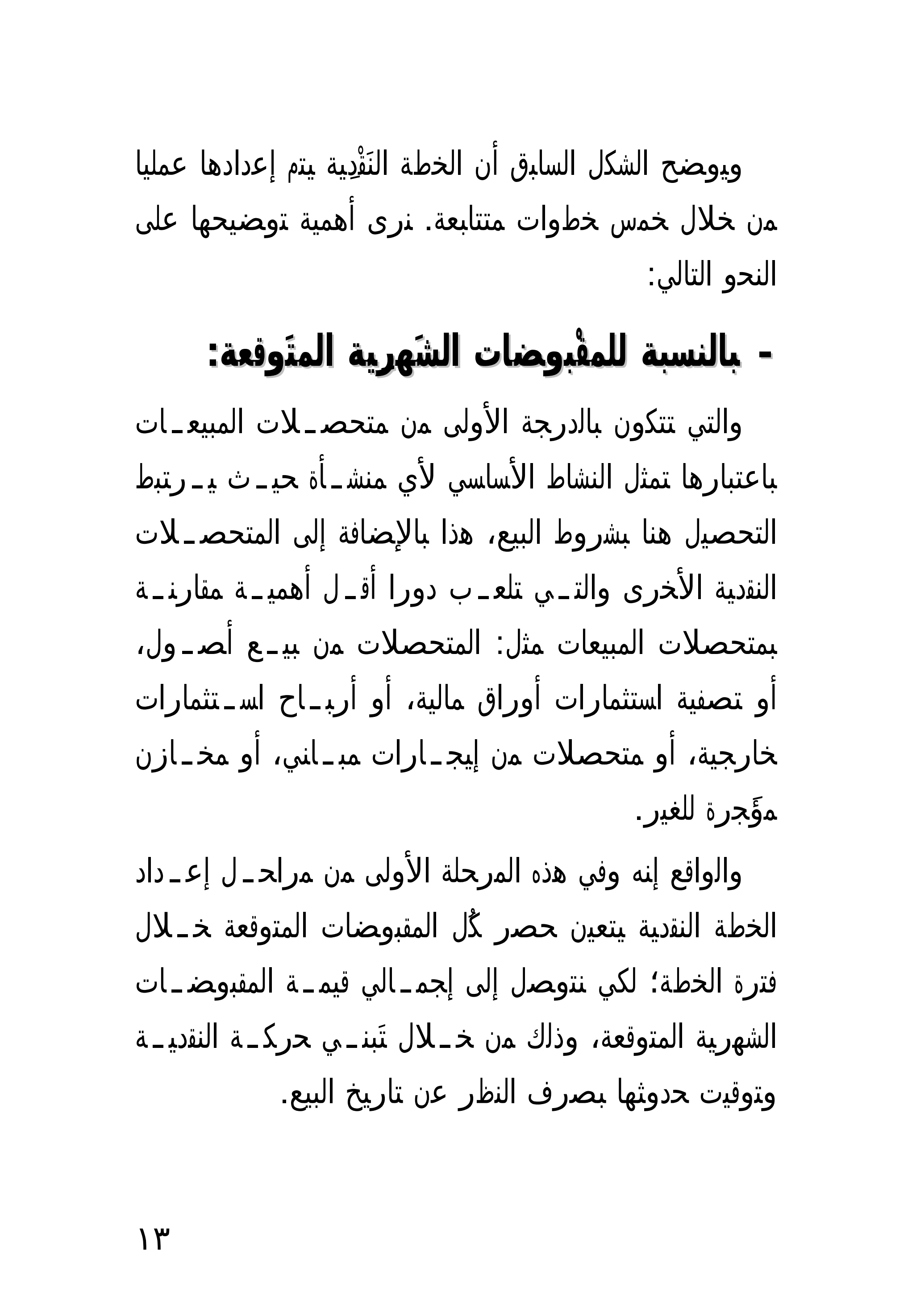


ويوضح الشكل التالي الخطـوات التفصـيلية المتتابعـة المكوّنَة للخطة النقدية.

شكل رقم (١)

"خطوات إعداد الخطة النقدية"



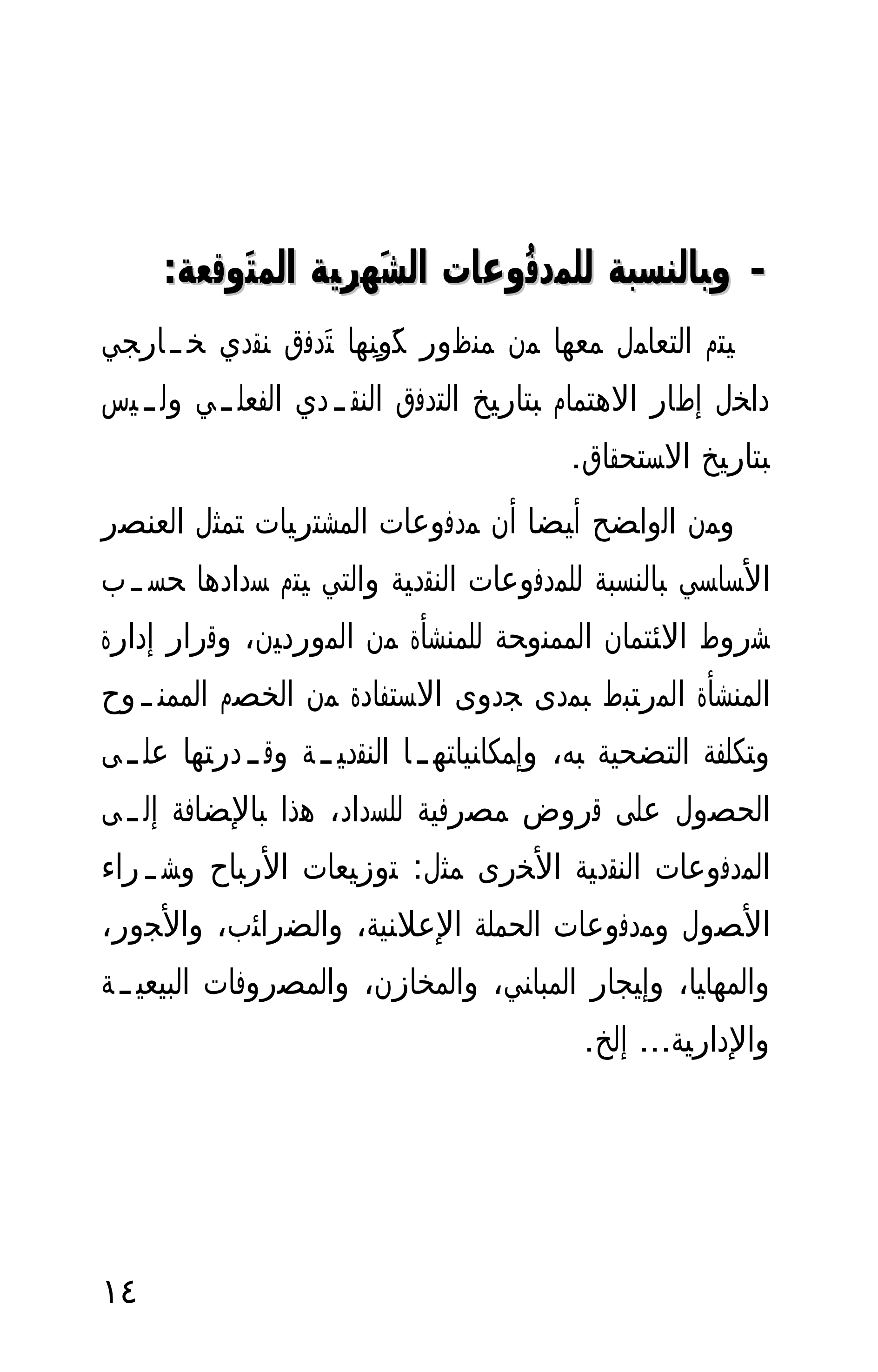


ويوضح الشكل السابق أن الخطة النَقْدِية يتم إعدادها عمليا من خلال خمس خطوات متتابعة. نرى أهمية توضيحها على النحو التالي:

- بالنسبة للمقْبوضات الشَهرية المتَوقعة:

والتي تتكون بالدرجة الأولى من متحصـلات المبيعـات باعتبارها تمثل النشاط الأساسي لأي منشـأة حيـث يـرتبط التحصيل هنا بشروط البيع، هذا بالإضافة إلى المتحصـلات النقدية الأخرى والتـي تلعـب دورا أقـل أهميـة مقارنـة بمتحصلات المبيعات مثل: المتحصلات من بيـع أصـول، أو تصفية استثمارات أوراق مالية، أو أربـاح اسـتثمارات خارجية، أو متحصلات من إيجـارات مبـاني، أو مخـازن مؤَجرة للغير.

والواقع إنه وفي هذه المرحلة الأولى من مراحـل إعـداد الخطة النقدية يتعين حصر كُل المقبوضات المتوقعة خـلال فترة الخطة؛ لكي نتوصل إلى إجمـالي قيمـة المقبوضـات الشهرية المتوقعة، وذلك من خـلال تَبنـي حركـة النقديـة وتوقيت حدوثها بصرف النظر عن تاريخ البيع.



- وبالنسبة للمدفُوعات الشَهرية المتَوقعة:

يتم التعامل معها من منظور كَونِها تَدفق نقدي خـارجي داخل إطار الاهتمام بتاريخ التدفق النقـدي الفعلـي ولـيس بتاريخ الاستحقاق.

ومن الواضح أيضا أن مدفوعات المشتريات تمثل العنصر الأساسي بالنسبة للمدفوعات النقدية والتي يتم سدادها حسـب شروط الائتمان الممنوحة للمنشأة من الموردين، وقرار إدارة المنشأة المرتبط بمدى جدوى الاستفادة من الخصم الممنـوح وتكلفة التضحية به، وإمكانياتهـا النقديـة وقـدرتها علـى الحصول على قروض مصرفية للسداد، هذا بالإضافة إلـى المدفوعات النقدية الأخرى مثل: توزيعات الأرباح وشـراء الأصول ومدفوعات الحملة الإعلانية، والضرائب، والأجور، والمهايا، وإيجار المباني، والمخازن، والمصروفات البيعيـة والإدارية... إلخ.

- وبالنسبة لحساب قيمة فائض (عجز التشغيل المتوقع:

والذي يمثل الخطوة الثالثة من خطوات إعداد الخطة النقدية فيتم التوصل إليه من خلال المقارنة الجبرية بين قيمتي المقبوضات والمدفوعات الشهرية المتوقعة والتي سبق التوصل إليها.

ويلاحظ هنا أن الفائض أو العجز لا يمثل ربحا أو خسارة في نتائج أعمال المنشأة ولكنه يمثل في واقع الأمر فائضا أو عجزا تشغيليا يرتبط بحركة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة والناتجة من التفاعل بين حركتي الشراء والبيع والتعاملات الأخرى.

- وبالنسبة لصافي الرصيد النقدي المتوقع:

والذي نسعى للتوصل إليه في المرحلة الرابعة من المراحل المتتابعة لإعداد الخطة النقدية والتي يوضحها الشكل رقم (١) والسابق عرضه.

ومن الواضح أن صافي الرصيد النقدي المتوقع يمثل المحصلة النهائية للتفاعل الحسابي بين أربعة عناصر وهي:

- فائض (عجز) التشغيل:

والذي يمثل نتيجة المرحلة السابقة مباشرة (الثالثـة) مـن مراحل إعداد الخطة، ومن المنطقي إمكانية ظهـوره بقيمـة موجبة إذا كان فائضا تشغيليا، أو بقيمـة (سـالبة) إذا كـان عجزا تشغيليا، أو بقيمة مساوية للصفر فـي حالـة تسـاوي قيمتي المقبوضات والمدفوعات الشهرية المتوقعة.

- **رصيد النقدية أول الشهر:** حيث يكون فـي واقـع الأمر هو نفسه الرصيد النقدي الناتج عن آخر فترة سابقة للخطة التي نُعِدها، الأمر الذي يحتم أخذه في الحسبان عند إعدادها.
- **الحد الأدنى للنقدية الشهرية:** والذي يمثل في الواقع جزءا من رأس المال العامل الدائم، والذي سبق لنا توضيح أبعاد دوره التشغيلي، والطرق المسـتخدمة لتحديد قيمته.

والواقع إن رأس المال العامل الدائم يتم توزيعـه داخليـا على كُل من النقدية – الأوراق المالية – الحسابات المدينـة والمخزون.

وفي اتجاه التبسيط والحرص على تدعيم مهارة القـارئ المرتبطة بإعداد الخطة النقدية رأينا أن نعرض للتوضـيحات الحسابية التالية:

جدول رقم (١) معالجة فائض (عجز) التشغيل مع رصيد النقدية أول الشهر

شهور السنة / بيان	يناير	فبراير	مارس
فائض (عجز) التشغيل	١٠٠,٠٠٠	(٢٠٠,٠٠٠)	١٠,٠٠٠
رصيد النقدية أول الشهر	٥٠,٠٠٠	١٥٠,٠٠٠	(٥٠,٠٠٠)
رصـيد النقديـة آخـر الشهر	+ ١٥٠,٠٠٠	(٥٠,٠٠٠)	(٤٠,٠٠٠)

ويوضح الجدول السابق الأسـلوب الحسـابي المتَـداخِل لمعالجة فائض أو عجز التشغيل مـع رصـيد النقديـة أول الشهر، والذي ينتج عنها بالضرورة رصـيد النقديـة آخـر الشهر، والذي يرحل بدوره وبقيمته الموجبة أو السالبة ليحتل مكانه كرصيد نقدية أول الشهر الذي يليه وهكذا.

ومن الواضح الآن أن رصيد النقدية أول الشهر يجمع مع فائض التشغيل لنحصل على رصيد النقدية آخر الشهر، وأن

رصيد النقدية أول الشهر يطرح من عجز التشغيل لنحصـل على رصيد النقدية آخر الشهر والذي يمثـل نـاتج الطـرح الجبري، ليظهر الأخير بقيمة موجبة إذا كان عجز التشـغيل أقل من رصيد النقدية أول الشهر، ويظهر بقيمـة سـالبة إذا كان عجز التشغيل أكبر من رصيد النقدية أول الشهر.

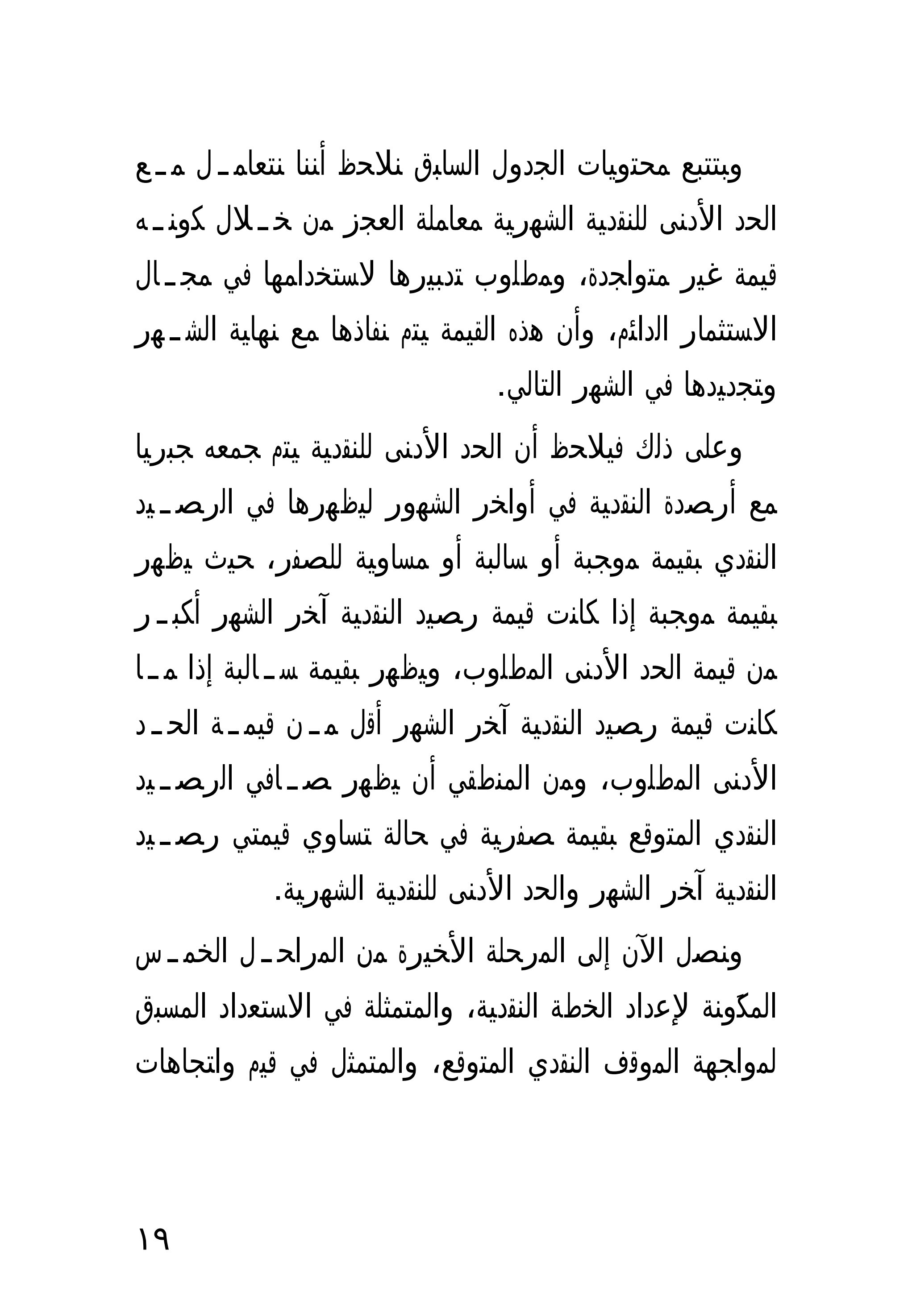
ويوضح الجدول التالي كيفية معالجة رصيد النقدية آخـر الشهر مع الحد الأدنى للنقدية.

جدول رقم (٢)

معالجة رصيد النقدية آخر الشهر مع الحد الأدنى للنقدية

(القيمة بالجنيه)

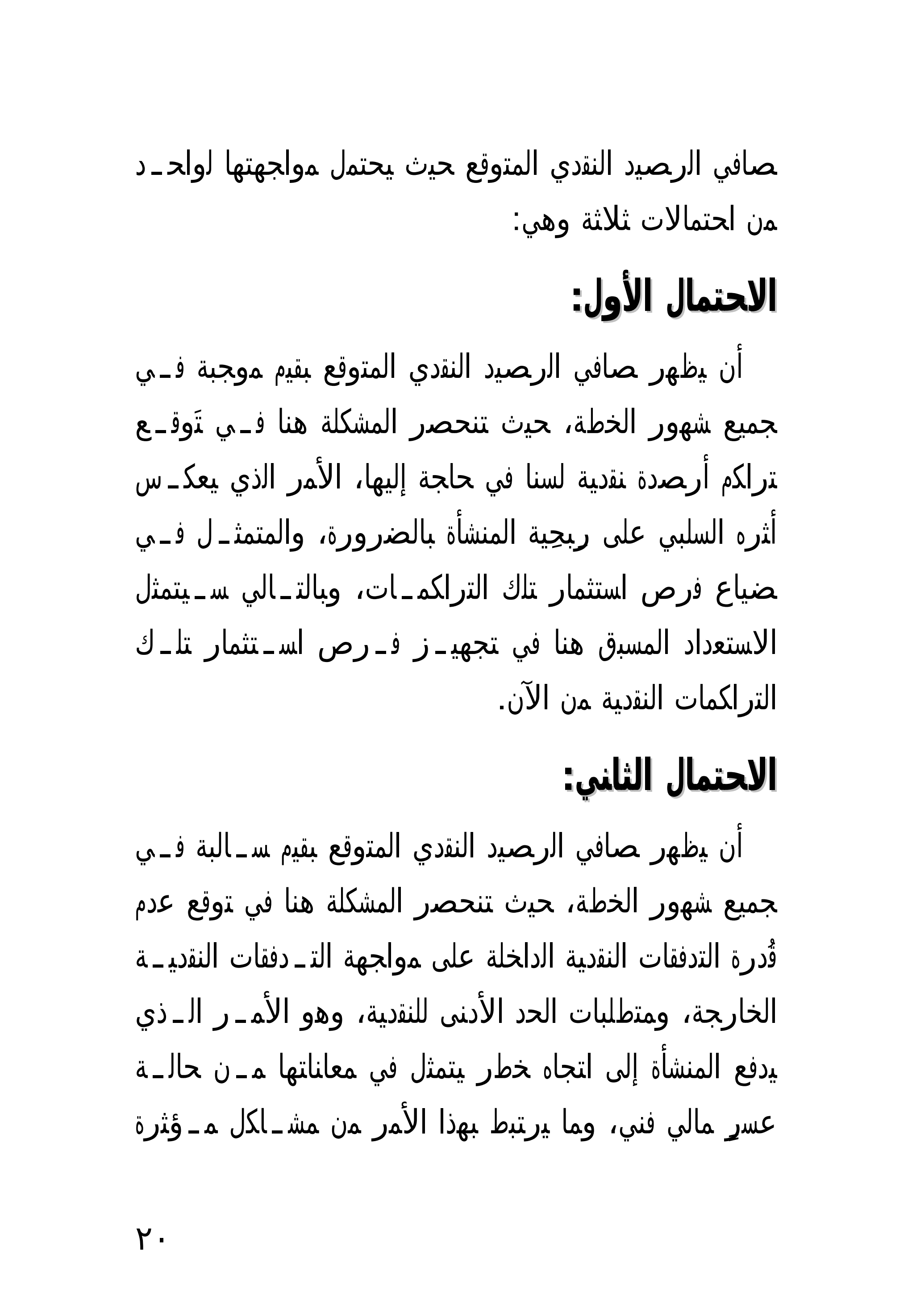
شهور الخطة / بيان	يناير	فبراير	مارس	إبريل
فائض (عجز) التشغيل	(٢٠,٠٠٠)	٤٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	(٤٠,٠٠٠)
رصيد النقدية أول الشهر	٣٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
رصيد النقدية آخر الشهر	١٠,٠٠٠ +	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
الحد الأدنى للنقدية	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
صافي الرصيد النقدي المتوقع	(٤٠,٠٠٠)	----	١٠,٠٠٠ +	(٣٠,٠٠٠)



وبتتبع محتويات الجدول السابق نلاحظ أننا نتعامـل مـع الحد الأدنى للنقدية الشهرية معاملة العجز من خـلال كونـه قيمة غير متواجدة، ومطلوب تدبيرها لاستخدامها في مجـال الاستثمار الدائم، وأن هذه القيمة يتم نفاذها مع نهاية الشـهر وتجديدها في الشهر التالي.

وعلى ذلك فيلاحظ أن الحد الأدنى للنقدية يتم جمعه جبريا مع أرصدة النقدية في أواخر الشهور ليظهرها في الرصـيد النقدي بقيمة موجبة أو سالبة أو مساوية للصفر، حيث يظهر بقيمة موجبة إذا كانت قيمة رصيد النقدية آخر الشهر أكبـر من قيمة الحد الأدنى المطلوب، ويظهر بقيمة سـالبة إذا مـا كانت قيمة رصيد النقدية آخر الشهر أقل مـن قيمـة الحـد الأدنى المطلوب، ومن المنطقي أن يظهر صـافي الرصـيد النقدي المتوقع بقيمة صفرية في حالة تساوي قيمتي رصـيد النقدية آخر الشهر والحد الأدنى للنقدية الشهرية.

ونصل الآن إلى المرحلة الأخيرة من المراحـل الخمـس المكونة لإعداد الخطة النقدية، والمتمثلة في الاستعداد المسبق لمواجهة الموقف النقدي المتوقع، والمتمثل في قيم واتجاهات



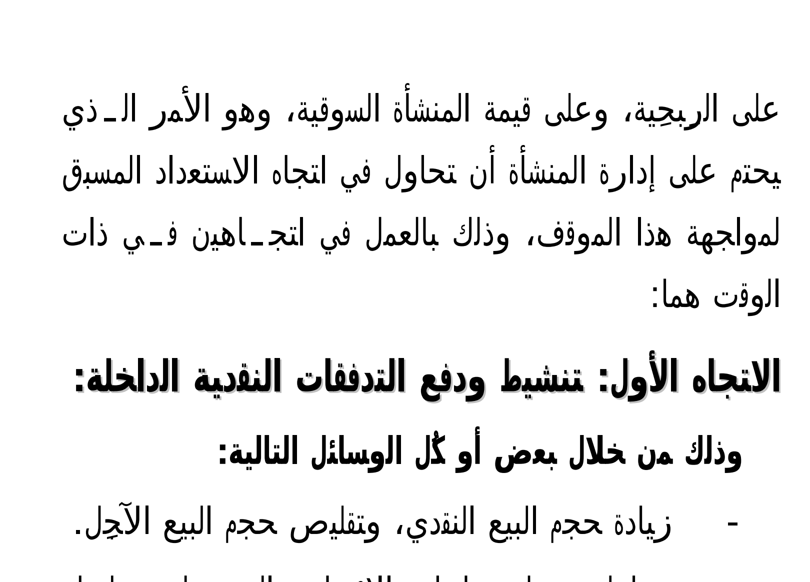
صافي الرصيد النقدي المتوقع حيث يحتمل مواجهتها لواحـد من احتمالات ثلاثة وهي:

الاحتمال الأول:

أن يظهر صافي الرصيد النقدي المتوقع بقيم موجبة فـي جميع شهور الخطة، حيث تنحصر المشكلة هنا فـي تَوقـع تراكم أرصدة نقدية لسنا في حاجة إليها، الأمر الذي يعكـس أثره السلبي على رِبحِية المنشأة بالضرورة، والمتمثـل فـي ضياع فرص استثمار تلك التراكمـات، وبالتـالي سـيتمثل الاستعداد المسبق هنا في تجهيـز فـرص اسـتثمار تلـك التراكمات النقدية من الآن.

الاحتمال الثاني:

أن يظهر صافي الرصيد النقدي المتوقع بقيم سـالبة فـي جميع شهور الخطة، حيث تنحصر المشكلة هنا في توقع عدم قُدرة التدفقات النقدية الداخلة على مواجهة التـدفقات النقديـة الخارجة، ومتطلبات الحد الأدنى للنقدية، وهو الأمـر الـذي يدفع المنشأة إلى اتجاه خطر يتمثل في معاناتها مـن حالـة عسرٍ مالي فني، وما يرتبط بهذا الأمر من مشـاكل مـؤثرة



على الربحِية، وعلى قيمة المنشأة السوقية، وهو الأمر الـذي يحتم على إدارة المنشأة أن تحاول في اتجاه الاستعداد المسبق لمواجهة هذا الموقف، وذلك بالعمل في اتجـاهين فـي ذات الوقت هما:

الاتجاه الأول: تنشيط ودفع التدفقات النقدية الداخلة:

وذلك من خلال بعض أو كُل الوسائل التالية:

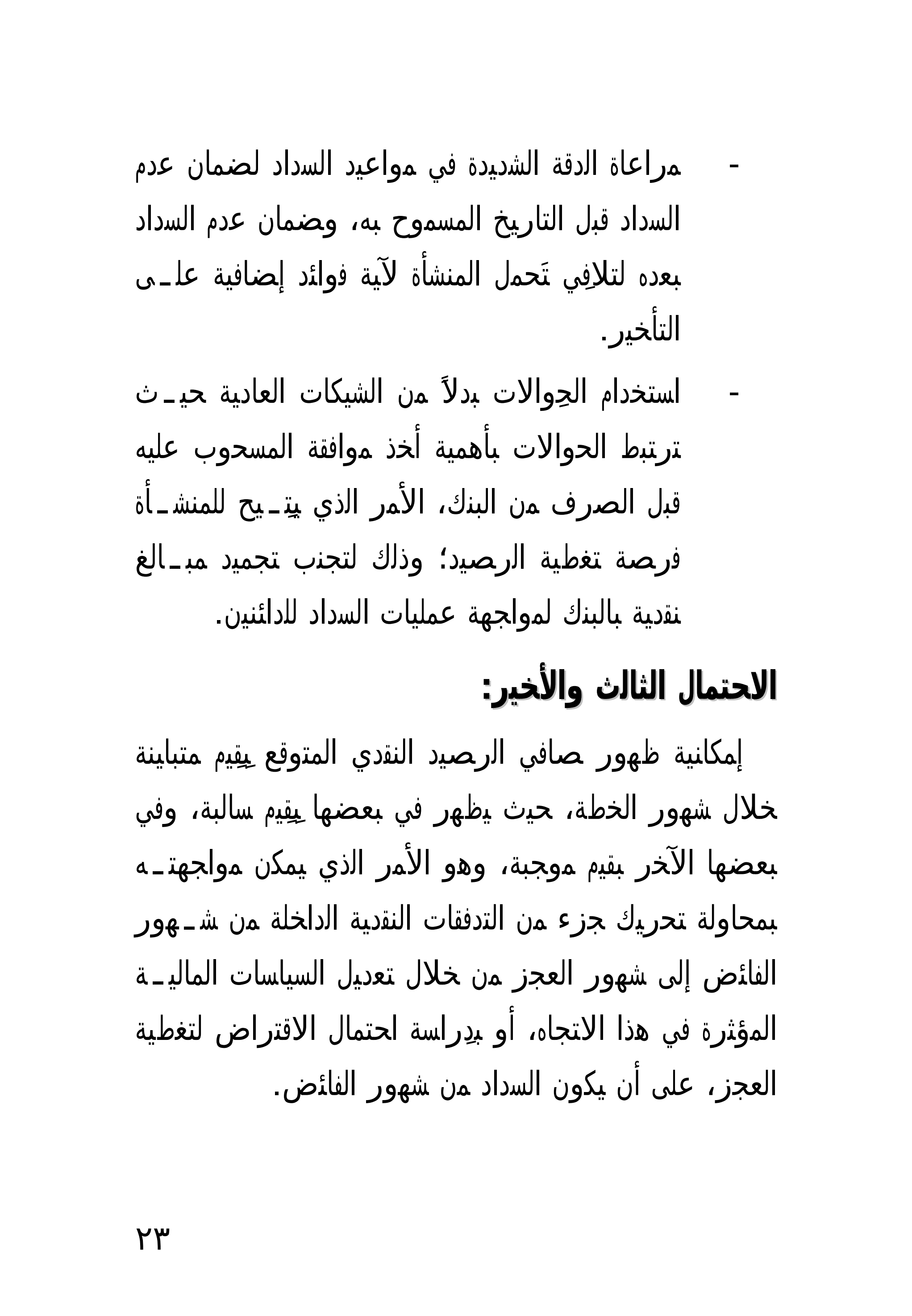
- زيادة حجم البيع النقدي، وتقليص حجم البيع الآجِل.
- محاولة تعديل سياسات الائتمان والتحصيل، وذلـك في اتجاه تخفيض متوسط فترة التحصيل.
- التخلص من بعض الأصول والاسـتثمارات التـي يتأكد عدم جدوى الاحتفاظ بها.
- تخفيض عدد حسـابات المنشـأة بـالبنوك بهـدف تخفيض قيمة الأرصدة النقدية الـدنْيا التـي يتحـتم الاحتفاظ بها في كل بنك.
- دفع العملاء في اتجاه سداد مستحقات المنشأة.

- وضع نظام جديد للرقابة على حركة النقدية الداخلة بفروع المنشأة؛ وذلك مـن خـلال وضـع نظـام معلومات فعال ونظام اتصال فعال..
- إنشاء مراكز تحصيل فرعية في الأقاليم التي توجد بها فروع للمنشأة؛ وذلك بهـدف اختصـار المـدة الزمنية ما بين إرسال العميل للمسـتحقات بالبريـد وبين تحصيلها بالمركز الرئيسي.
- وضع نظام فعال للبريد يساعد على سـرعة فـتح البريد الوارد لاحتمال احتوائه على شيكات.

الاتجاه الثاني: تحجيم التدفقات النقدية الخارجة:

وذلك من خلال بعض أو كُل الوسائل التالية:

- إحكام نظام الرقابة على التدفقات النقدية الخارجـة في اتجاه إبطاء السداد، وذلك داخل إطـار قـانوني دون إحداث تأثير سـلبي علـى سـمعة المنشـأة ومركزها المالي.
- الاستفادة من خصم تعجيل الدفع الممنوح للمنشأة من الموردين.



- مراعاة الدقة الشديدة في مواعيد السداد لضمان عدم السداد قبل التاريخ المسموح به، وضمان عدم السداد بعده لتلافِي تَحمل المنشأة لآية فوائد إضافية علـى التأخير.
- استخدام الحِوالات بدلاً من الشيكات العادية حيـث ترتبط الحوالات بأهمية أخذ موافقة المسحوب عليه قبل الصرف من البنك، الأمر الذي يتِـيح للمنشـأة فرصة تغطية الرصيد؛ وذلك لتجنب تجميد مبـالغ نقدية بالبنك لمواجهة عمليات السداد للدائنين.

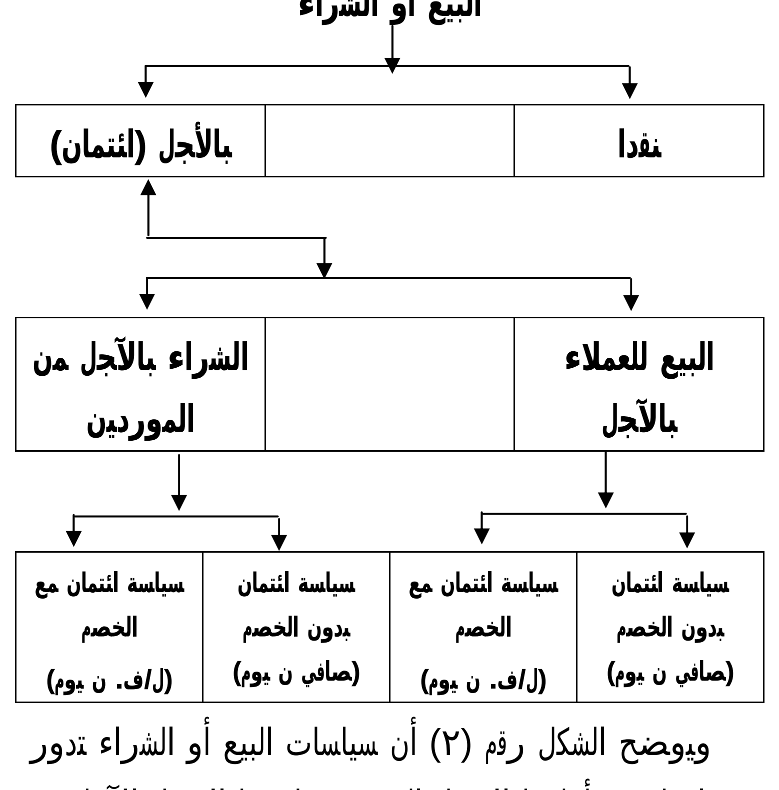
الاحتمال الثالث والأخير:

إمكانية ظهور صافي الرصيد النقدي المتوقع بِقِيم متباينة خلال شهور الخطة، حيث يظهر في بعضها بِقِيم سالبة، وفي بعضها الآخر بقيم موجبة، وهو الأمر الذي يمكن مواجهتـه بمحاولة تحريك جزء من التدفقات النقدية الداخلة من شـهور الفائض إلى شهور العجز من خلال تعديل السياسات الماليـة المؤثرة في هذا الاتجاه، أو بِدِراسة احتمال الاقتراض لتغطية العجز، على أن يكون السداد من شهور الفائض.

مثال عملي محلول:

ونعتقد أننا قد أسهمنا في مجال توضيح مضمون الخطـة النقدية، وخطوات (مراحل) إعدادها، الأمر الـذي يعنـي أن المجال أصبح مهيئًا لاقتحام مجال إعداد خطة نقدية لمنشـأة ما، ولكننا لأغراض حرصنا الشديد على التأكد من اكتسـاب القارئ للمهارات المختلفة المطلوبة لهذا الإعداد فقد رأينا أن نَسِيق هذا بعرضٍ للأسس المستخدمة في حساب المقْبوضات والمدفُوعات من خلال السياسات البيعِية والشِرائِية التي يمكن مواجهتها في الواقع العملي، حيـث يمكننـا توضـيح هـذه السياسات من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٢)
سياسات البيع والشراء



ويوضح الشكل رقم (٢) أن سياسات البيع أو الشراء تدور في اتجاهين: أولهما الاتجاه النقدي، وثانيهما الاتجاه الآجل.

وفيما يتعلق بالاتجاه الآجل أو الائتماني فيمكن أن يأخـذ أحد شكلين هما:

- **الائتمان بدون خَصم (صافي ن يوم)** حيـث تعنـي **(ن)** هنا عدد الأيام المكّونَة لفترة الائتمان الممنـوح للعملاء في حالة البيع، والممنوح مـن المـوردين للمنشأة في حالة الشراء.

ومن الواضح هنـا أن التحصـيل أو السـداد لـن يـتم بالضرورة إلا في نهاية هذه الفترة.

- **الائتمان مع الخصم (ل / ف – ن – يـوم)** حيـث تعني **(ن)** هنا فترة الائتمان الممنوحة للعملاء فـي حالة البيع، والممنوحة من الموردين للمنشـأة فـي حالة الشراء.

وتعني (**ف)** فترة الاستفادة من الخصم، وتعني **ل** معـدل الخصم والذي يعكس معدل الخصم المرتبط بتعجيل الدفع في حالة البيع ويعكس معدلا للخصم المسموح بـه فـي حالـة الشراء.

ويمكننا إضفاء مزيد من التوضيح إذا ما حولنا الرمـوز المستخدمة هذه إلى أرقام كما يلي: **(٥ / ٢٠ – صـافي ٦٠ يوم)** ماذا تعني هذه السياسة؟

إذا كانت هذه السياسة تعكس سياسة بيعِية آجلة فتعني أن المنشأة تقول لكل عميل من عملائها عند إتمام صفقة البيـع الآجل أنك تملك فرصة الاختيار بين بديلين للسداد، **أولهمـا**: السداد بحد أقصى ٢٠ يوما من تاريخ البيع، أو مـن تـاريخ إرسال الفواتير، أو من تاريخ وصول البضاعة حسب الاتفاق لتحصل على خصم نقدي بمعدل ٥ % من قيمة مشـترياتك **وثانيهما**: سداد القيمة كاملة بحد أقصى ٦٠ يوما من تـاريخ البيع، أو من تاريخ إرسال الفواتير، أو من تـاريخ وصـول البضاعة.

وهنا سوف تستعد المنشأة لاستقبال فئـة العمـلاء التـي ستقرر الاستفادة من الخصم في نهاية اليوم العشرين، وتستعد أيضا لاستقبال فئة العملاء الأخرى التي سـتقرر الاسـتفادة بفترة الائتمان بأكملها في نهاية اليوم الستين، الأمـر الـذي يعني أن المنشأة هنا لا تمتلك القرار، ولكن الذي يمتلكه هـو العميل.

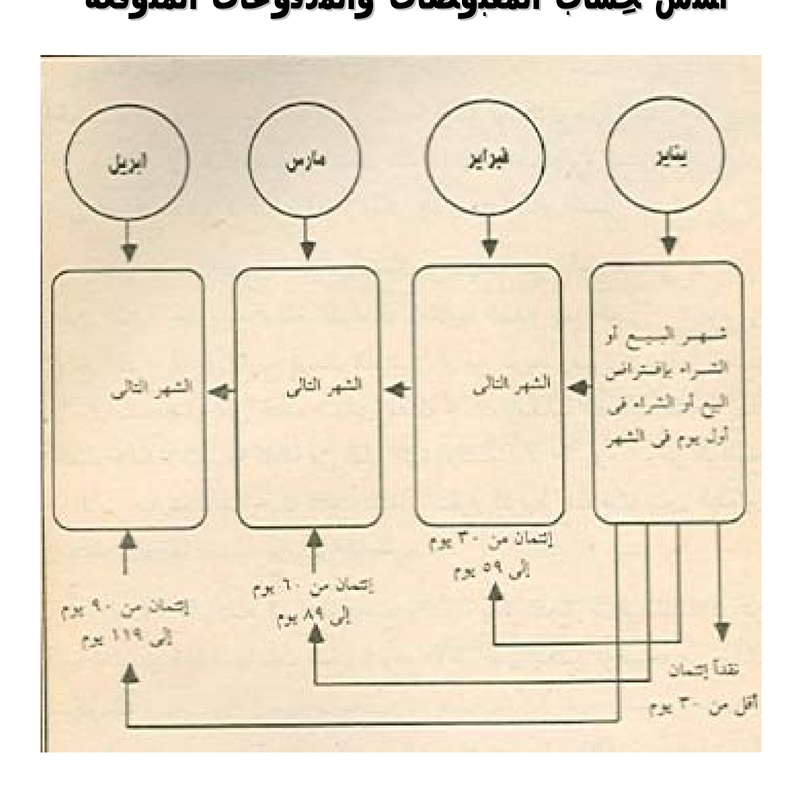
أما إذا كانت السياسة المذكورة تعكس سياسة شراء آجـل فتعني أن المورد يعلن المنشأة عند إتمام صـفقة الشـراء أن بإمكانها السداد بحد أقصى ٢٠ يوما مـن تـاريخ الشـراء،

أو من تاريخ إرسال الفواتير، أو من تاريخ وصول البضاعة حسب الاتفاق لتحصل على خصـم نقـدي بمعـدل ٥ %، وبإمكانها أيضا التضحية بهذا الخصم وسداد القيمة كاملة في نهاية فترة الائتمان (٦٠ يوما) ومن الواضح أن الأمر هنـا يختلف حيث تمتلك المنشأة القرار المرتبط بالمفَاضـلة بـين البديلين واختيار أحدهما حسب ظروفها الخاصة.

وبعد هذا التوضيح لسياسات البيع والشراء يظل المجـال شاغرا للتساؤل عن كيفية تطبيق هذه السياسات عمليا؟ وهـو الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٣)

أسس حِساب المقْبوضات والمدفُوعات المتوقعة



ومن الواضح أن الأسس الموضحة بالشكل السابق تقـوم على افتراضين أساسيين هما:

الافتراض الأول: أن الشراء أو البيع يتم في اليوم الأول من الشهر.

الافتراض الثاني: أن شهور العام جميعها ٣٠ يوما.

وقبل أن نخوض في مزيد من التفاصيل نؤكد على القارئ أن الفروض المذكورة لا تتعدى مجرد كونها فروضا نظريةً نجتاز بها معا مرحلة التعلم واكتساب المهـارة، وأن عليـه وعند التصدي للممارسة العملية لإعداد الخطـة النقديـة أن يتصف بالمرونة، بمعنى التعامل مع كُل حالة حسب ظروفها وتوقيت حدوثها، ومراعاة الاختلافات الفعلية بـين شـهور السنة من حيث عدد الأيام المكوَنَة لكل منها.

وعودةً إلى الشكل التوضيحي رقم (٣) نقتحم الآن مجـال التدريب على مهارة التطبيق العملـي لسياسـات الائتمـان والتحصيل، أو الشراء والبيع اعتمادا على المثال التالي:

بافتراض أن إحدى الشركات ترغب في إعداد خطة نقدية عن الثُلُث الأول من عام ١٩٩٧ أي للشهور يناير / فبراير / مارس / أبريل، وتبلغ عدد الوحـدات المباعـة والمشْـتَراة (شركة تجارية) ١٠٠ وحدة، ٤٠٠ وحدة، ٥٠٠ وحدة، ٦٠٠ وحدة للشهور من يناير إلى إبريل على التوالي، بسعر شراء

٥٠ جنيها للوحدة على أن يعاد بيعها بسعر ١٠٠ جنيه للوحدة وذلك في ظل:

- سياسة بيعية ٤٠ % نقدا والباقي بفترة ائتمان صافي ٥٠ يوما.
- سياسة الشراء بفترة ائتمان صافي ٦٠ يوما.

وبمراجعة محتويات الشكل رقم (٣) والسابق عرضه يمكننا التأكيد على ما يلي:

بالنسبة لقيمة المبيعات الشهرية سيتم تحصيلها على مرحلتين هما:

الأولى: ٤٠ % من قيمة مبيعات الشهر نقدا، ويتم تحصيلها في نفس شهر البيع.

الثانية: ٦٠ % من قيمة مبيعات الشهر آجلة بفترة ائتمان ٥٠ يوما، ويتم تحصيلها في الشهر التالي مباشرة لشهر البيع.

- **وبالنسبة لقيمة المشتريات الشهرية** سيتم سدادها في الشهر الثالث من شهر الشراء، أي أن مشتريات يناير سيتم سدادها في مارس، ومشتريات فبراير يتم

سدادها في إبريل.. وهكذا. ويمكننا ترجمة ما سبق في الجدول التالي:

جدول رقم (٣)

حِسابات قِيمة المقْبوضات والمدفُوعات بسياسة بيعِية ٤٠ % نقدا، والباقي بفترة ائتمان ٥٠ يوما وبسياسة شراء صافي ٦٠ يوما

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة / بيان	يناير	فبراير	مارس	إبريل
عدد وحدات مشتراة ومباعة	١٠٠ وحدة	٤٠٠ وحدة	٥٠٠ وحدة	٦٠٠ وحدة
قيمة المشتريات	٥٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٥٠٠٠	٣٠,٠٠٠
قيمة المبيعات	١٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
بالنسبة لمقبوضات المبيعات:				
متحصلات نقدية	٤٠٠٠	١٦٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٤٠٠٠
متحصلات آجلة	٦٠,٠٠٠	٦٠٠٠	٢٤٠٠٠	٣٠٠٠٠
إجمالي مقبوضات مبيعات	٤٠٠٠	٢٢٠٠٠	٤٤٠٠٠	٥٤٠٠٠
مدفوعات المشتريات	٤٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	٥٠٠٠	٢٠,٠٠٠
إجمالي مدفوعات مشتراة	---	---	٥٠٠٠	٢٠,٠٠٠

الواقع إن الحسابات السابقة والتي يتضمنها الجدول السابق قد بنيت على افتراض أساسي يتمثل فـي أن المنشـأة تُعِـد الخطة النقدية هذه لأول مرة، وأن هذه المنشأة جديدة وستبدأ أعمالها مع بداية عام ١٩٩٧، ولكن الأمر سيكون مختلفًا فيما لو كانت هذه المنشأة تمارس أعمالها منذ سنوات سابقة الأمر الذي يحتم علينا، وبالضرورة أهمية التعامل مع أحداث سابقة في عام ١٩٩٦ والمتمثلة في نشاطي الشراء والبيع لشـهري نوفمبر وديسمبر عام ١٩٩٦، حيث نفترض أن عدد الوحدات المشتراة والمعاد بيعها ٨٠٠ وحدة، ١٠٠٠ وحـدة لشـهري نوفمبر وديسمبر على التوالي، حيث تبلغ قيمـة المشـتريات ٤٠,٠٠٠ جنيه، ٥٠,٠٠٠ جنيه على التوالي، وتبلـغ قيمـة المبيعات ٨٠,٠٠٠ جنيه، ١٠٠,٠٠٠ جنيـه علـى التـوالي أيضا.

وبالنسبة لمقبوضات المبيعات والمرتبطة بالسياسة البيعية السابق التعامل معها فيتم تحصيل ٦٠ % من قيمة مبيعـات ديسمبر ١٩٩٦ الآجلة في شهر يناير ١٩٩٧ والتي وضعناها داخل إطار محدد لتصبح قيمة مقبوضات المبيعات المتوقعـة لشهر يناير ١٩٩٧ ـ ٦٤٠٠٠ جنيه بدلا من ٤٠٠٠ جنيـه

فقط، وكذلك الحال بالنسبة لمشتريات شهري نوفمبر وديسمبر ١٩٩٦ والتي تبلغ ٤٠,٠٠٠ جنيـه، ٥٠,٠٠٠ جنيـه علـى التوالي حيث تحتم سياسة الائتمان (صافي ٦٠ يوما) أن يـتم سداد قيمة مشتريات نوفمبر ١٩٩٦ في شهر ينـاير ١٩٩٧، وسداد قيمة مشتريات ديسمبر ١٩٩٦ في شهر فبراير ١٩٩٧ والتي قمنا بوضعها أيضا داخل إطـار محـدد لمزيـد مـن التوضيح، حيث تصبح قيمة إجمالي مـدفوعات المشـتريات المتوقعة لشهر يناير ١٩٩٧ ـ ٤٠,٠٠٠ جنيـه بـدلا مـن صفر، وتصبح قيمة إجمالي مدفوعات المشتريات المتوقعـة لشهر فبراير ١٩٩٧ ـ ٥٠,٠٠٠ جنيه بدلاً من صفر.

وفي اتجاه السعي وراء اكتساب القارئ لمزيد من المهارة نعيد التعامل مع الحالة السابقة مع تغييـر سياسـتي البيـع والشراء على النحو التالي:

- السياسة البيعِية ١٠ / ٢٠ – صافي ٦٠ يوما حيث من المتوقع أن يستفيد ٣٠ % مـن العمـلاء مـن الخصم.

- السياسة الائتمانية للموردين ١٥ / ٣٠ – صافي ٩٠ يوما حيث قررت إدارة الشركة الاستفادة من فترة الائتمان بكاملها.

وبمراجعلة محتويات الشكل رقم (٣) والسابق عرضه يمكننا التأكيد على ما يلي:

- **بالنسبة لقيمة المبيعات الشهرية سيتم تحصيلها على مرحلتين هما:**

الأولى: ٣٠ % من قيمة مبيعات الشهر سيتم تحصيلها في نفس شهر البيع مطروحا منها ١٠ % من قيمتها (قيمة المبيعات الشهرية × ٣٠ % × ٩٠ %).

الثانية: ٧٠ % من قيمة مبيعات الشهر سيتم تحصيلها في الشهر الثالث من شهر البيع وبكامل قيمتها.

- **وبالنسبة لقيمة المشتريات الشهرية** سيتم سدادها في الشهر الرابع من شهر الشراء وبكامل قيمتها.

ويمكننا ترجمة ما سبق في الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

حسابات قيمة المقْبوضات والمدفُوعات بسياسة بيعية ١٠ / ٢٠ – صافي ٦٠ يوما وبسياسة شراء ١٥ / ٣٠ – صافي ٩٠ يوما

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	إبريل
عدد وحدات مشتراة ومباعة	١٠٠ وحدة	٤٠٠ وحدة	٥٠٠ وحدة	٦٠٠ وحدة
قيمة المشتريات	٥٠٠٠	٢٠٠٠٠	٢٥٠٠٠	٣٠٠٠٠
قيمة المبيعات	١٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٦٠٠٠٠
بالنسبة لمقبوضات المبيعات:				
متحصلات بخصم	٢٧٠٠	١٠٨٠٠	١٣٥٠٠	١٦٢٠٠
متحصلات بدون خصم	٥٦٠٠٠ من نوفمبر ٩٦	٧٠٠٠٠ من ديسمبر ٩٦	٧٠٠٠	٢٨٠٠٠
إجمالي مقبوضات مبيعات شهرية متوقعة	٢٧٠٠	١٠٨٠٠	٢٠٥٠٠	٤٤٢٠٠
مدفوعات المشتريات الشهرية المتوقعة	٣٥٠٠٠ ثمن مشتريات أكتوبر ٩٦	٤٠٠٠٠ ثمن مشتريات نوفمبر ٩٦	٥٠٠٠٠ ثمن مشتريات ديسمبر ٩٦	٥٠٠٠
إجمالي مدفوعات مشتريات شهرية متوقعة	ـــــــ	ـــــــ	ـــــــ	٥٠٠٠

ومن الواضح أيضا وكما سبق أن ناقشنا محتويات الجدول رقم (٣) أن الحسابات التي يتضمنها الجدول السابق رقم (٤) قد بنيت على افتراض أساسي يتمثل في أن المنشأة تُعد هـذه الخطة النقدية لأول مرة، وأنها تبدأ أعمالها مع بدايـة عـام ١٩٩٧، والذي انعكس في عدم اهتمامنا بنشاط الشراء والبيع قبل هذا التاريخ، وبالتالي فقد تم تحصيل مبيعات شهر ينـاير في نفس الشهر، والجزء الآخر في شهر مارس... وهكـذا، في الوقت الذي تعاملنا فيه مع مدفوعات المشـتريات علـى أساس استفادة المنشأة من فترة الائتمان بأكملها، الأمر الـذي حتم علينا سداد قيمة مشتريات يناير في شـهر أبريـل فـي الوقت الذي سيتم فيه سداد قيمة مشتريات فبرايـر ومـارس وأبريل خارج هذه الخطة.

ومن الواضح أننا قد أوضحنا الموقف فيما لو كانت هـذه المنشأة تمارس أعمالها منذ سنوات سابقة، وذلك من خـلال تعاملنا مع الشهور الثلاثة الأخيرة من عام ١٩٩٦، بافتراض أن عدد الوحدات المشتراة والمعاد بيعها ٧٠٠ وحـدة، ٨٠٠ وحدة، ١٠٠٠ وحدة للشهور أكتوبر ونوفمبر وديسمبر.

ونعتقد أن الأمور المرتبطة بهذه المهارة قد تم حسـمها، وأن المجال الآن أصبح مهيئًا للتعامل مع حالة شاملة، وذلك على النحو التالي:

هل يمكنك مساعدة الشركة المتحدة لإنتاج الـورق فـي إعداد خطة نقدية عن النصف الأول من عـام ١٩٩٧ فـي ضوء البيانات التالية:

- قيمة المبيعات المتوقعة ٢٠,٠٠٠ وحـدة شـهريا، ٣٠,٠٠٠ وحدة شهريا، ١٠,٠٠٠ وحدة شهريا، من الثلث الأول إلى الثلث الأخير من العام (يتكرر هذا الموقف منذ عام ١٩٩٥).
- سعر بيع الوحدة من الإنتاج التام ٥٠ جنيها.
- سياسة الائتمان ١٠ / ٣٠ – صافي ٩٠ يوما، ومن المتوقع أن ٢٠ % من العمـلاء سيسـتفيدون مـن الخصم.
- إهلاك شهري ٥٠٠ جنيه.
- الديون المعدومة تمثل ١ % من قيمـة المبيعـات الآجلة.

- تمثل المادة الخام ٤٠ % من قيمة الإنتاج الشـهري بشرط سداد صافي ٣٠ يوما.
- تمثل مستلزمات الإنتاج ١٠ % من قيمـة الإنتـاج الشهري وتسدد نقدا.
- من المخطط شراء آلات جديدة في شهر مارس ٩٧ بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه بشرط سـداد صـافي ٦٠ يوما.
- مصروفات حملة إعلانية تبدأ لأول مـرة بشـرط صافي ٥٥ يوما قيمتها ١٠٠٠ جنيه شهريا.
- ضرائب مستحقة ٣٠,٠٠٠ جنيه تسدد في مايو ٩٧.
- مصروفات بيعِية وإدارية ٥ % من المبيعات.
- الأجور والمهايا الشهرية ١٠٠,٠٠٠ جنيه.
- إيجار مخازن شهرية ٥٠٠ جنيه.
- توزيعات أرباح على العاملين ٥٠,٠٠٠ جنيه تتكرر في شهري مايو وسبتمبر من كُل عام.
- عائد استثمارات خارجية ٤٠,٠٠٠ جنيه تحصل في أبريل ٩٧.

- رصيد النقدية أول يناير ٩٧ مبلغ ٢٠,٠٠٠ جنيـه (رصيد آخر ديسمبر ١٩٩٦).
- الحد الأدنى لرصيد النقدية الشهرية ٥٠,٠٠٠ جنيه.

والواقع إن البيانات المذكورة يتم الحصـول عليهـا مـن إدارات مختلفة في المنشأة، الأمر الذي يجعل من الحصـول عليها بشكل معين وبترتيب محدد مجرد افتـراض نظـري، وعلى ذلك يجب على من يتصدى للتخطيط للنقدية أن يعيـد تبويبها بشكل معين يتضمنه الجدول التالي.

جدول رقم (٥)

إعادة تَبويب البيانَات المطْلُوبة لإعداد الخُطة النَقْدِية

بيان / شهور	بيانات لتقدير المقبوضات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير صافي الرصيد النقدي المتوقع	
	مقبوضات مبيعات	مقبوضات أخرى	مدفوعات مشتريات	مدفوعات أخرى	رصيد نقدية أول الشهر	حد أدنى النقدية
شهور الخطة يناير فبراير مارس أبريل مايو يونيو ٩٧	قيمة المبيعات ٢٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ٢٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ٢٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ٢٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ٣٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ٣٠,٠٠٠ × ٥٠ ج سياسة ائتمان ٣٠/١٠ – صـافي ٩٠ يوما	عائـد اسـتثمارات خارجيـة ٤٠,٠٠٠ جنيه في أبريل.	* مادة خـام ٤٠ % من قيمة المبيعات. (سـداد صـافي ٣٠ يوما) * مستلزمات إنتـاج ١٠ % مـن قيمـة المبيعات نقدا.	* شراء آلات بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه في مارس تسـدد فـي مايو. * حملـة إعلانيـة ١٠٠٠ جنيه شـهريا سداد ٥٥ يوما. * ضرائب مسـتحقة ٣٠,٠٠٠ جنيه تسدد في مايو. * مصروفات بيعيـة	٢٠,٠٠٠ جنيـــه رصيد أول يناير ٩٧	٥٠,٠٠٠ ج شهريا

بيان / شهور	بيانات لتقدير المقبوضات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة		بيانات لتقدير صافي الرصيد النقدي المتوقع	
	مقبوضات مبيعات	مقبوضات أخرى	مدفوعات مشتريات	مدفوعات أخرى	رصيد نقدية أول الشهر	حد أدنى النقدية
شهور سابقة للخطة أكتوبر نوفمبر ديسمبر ٩٦	٢٠ % ٨٠ % ١٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ١٠,٠٠٠ × ٥٠ ج ١٠,٠٠٠ × ٥٠ ج			وإدارية ٥ % من المبيعات تسدد نقدا. * أجور شهرية ١٠٠,٠٠٠ جنيه. * إيجار مخازن ٥٠٠ ج شهريا. * توزيعات أرباح ٥٠,٠٠٠ ج في مايو.		

ويلاحظ أننا لم نُدرج بعض البيانات التي حصلنا عليها ضمن محتويات الجدول السابق والمتمثلة في:

- الإهلاك الشهري لأنه لا يمثل تدفقًا نقديا، ولكنه مجرد قيد دفتري لتسوية حسابات الأصول.
- توزيعات الأرباح في شهر سبتمبر لأنه خارج نطاق الخطة موضع الإعداد.

ويلاحظ أيضا أننا قد أوردنا ضمن محتويات الجدول السابق: المبيعات السابقة والخاصة بالشهور الثلاثة الأخيرة من عام ١٩٩٦؛ وذلك لأن سياسة الائتمان التي تطبقها الشركة في تحصيل مبيعاتها الشهرية وهي: ١٠ / ٣٠ – صافي ٩٠ يوما ستُحتم ما يلي:

- تحصيل ٢٠ % من مبيعات ديسمبر ٩٦ بعد استقطاع الخصم في شهر يناير ٩٧.
- تحصيل ٨٠ % من مبيعات أكتوبر ٩٦ بعد استبعاد الديون المعدومة في يناير ٩٧.
- تحصيل ٨٠ % من مبيعات نوفمبر ٩٦ بعد استبعاد الديون المعدومة في فبراير ٩٧.

- تحصيل ٨٠ % من مبيعات ديسمبر ٩٦ بعد استبعاد الديون المعدومة في مارس ١٩٩٧.

والآن عزيزي القارئ فلنتجه إلـى الخطـوات المتَتَابِعـة لإعداد الخطة النقدية المطلوبة.

الخطـوة الأولـى: تَقْـدِير المقْبوضـات الشـهرية المتوقعة:

يتم تقديم المقبوضات الشهرية المتوقعة من خلال إعـداد الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

بيان تقدير المقبوضات الشهرية المتوقعة

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
قيمـــة المبيعـــات الشهرية المتوقعة	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠,٠٠٠	١,٥٠٠,٠٠٠	١,٥٠٠,٠٠٠	١,٥٠٠,٠٠٠
متحصـــــلات مبيعات بخصم (قيمة المبيعات × ٢٠ % × ٩٠ %)	٩٠٠٠٠ من ديسمبر ٩٦	١٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠	٢٧٠,٠٠٠
متحصـــــلات مبيعـات بـدون خصم (قيمة المبيعـات × ٨٠ % × ٩٩ %)	٣٩٦٠٠٠ من أكتـوبر ٩٦	٣٩٦٠٠٠ من نـوفمبر ٩٦	٣٩٦٠٠٠ من ديسمبر ٩٦	٧٩٢٠٠٠	٧٩٢٠٠٠	٧٩٢٠٠٠
عائد استثمارات خارجية				٤٠٠٠٠		
إجمالي مقبوضات شهرية متوقعة	٤٨٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	١٠١٢٠٠٠	٩٧٢٠٠٠	١٠٦٢٠٠٠

والآن نبدأ في إعداد الخطوة الثانية والتي يتضمنها الجدول التالي:

الخطوة الثانية: تقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة:

جدول رقم (٧)

بيان بتقدير المدفوعات الشهرية المتوقعة

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
قيمة مشتريات المادة الخام	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
قيمة مشتريات مستلزمات الإنتاج	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
أ- مدفوعات المشتريات:						
مدفوعات مادة خام	٢٠٠٠٠٠ ديسمبر ٩٦	٤٠٠٠٠٠ ديسمبر ٩٦	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
مدفوعات مستلزمات إنتاج	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
ب- مدفوعات أخرى						
- مشتريات آلات					١٠٠,٠٠٠	
- مدفوعات إعلان	------	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
- ضرائب مدفوعة					٣٠,٠٠٠	
- مصروفات إدارية وبيعية	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٧٥٠٠٠	٧٥٠٠٠
- أجور ومهايا	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
- إيجار مخازن	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠
- توزيعات					٥٠٠٠٠	

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
أرباح						
إجمالي مدفوعات شهرية متوقعة	٤٥٠٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٩٠٦٥٠٠	٩٠٦٥٠٠

الخطوة الثالثة: حساب فـائض (عجـز) التشـغيل المتوقع:

يتم التوصل إلى فائض (عجز) التشغيل المتوقع من خلال المقارنة بين النتائج النهائية لكل من المقبوضات والمدفوعات الشهرية الإجمالية المتوقعة والتي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٨)

بيان بتحديد فائض (عجز) التشغيل المتوقع

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
إجمـــــالي مقبوضــــات شهرية متوقعة	٤٨٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	٥٧٦٠٠٠	١٠١٢٠٠٠	٩٧٢٠٠٠	١٠٦٢٠٠٠
إجمالي مدفوعات شهرية متوقعة	٤٥٠٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٦٥١٥٠٠	٩٠٦٥٠٠	٩٢٦٥٠٠
فائض (عجـز) تشغيل متوقع	٣٥٥٠٠	(٧٥٥٠٠)	(٧٥٥٠٠)	٣٦٠٥٠٠	٦٥٥٠٠	١٣٥٥٠٠

والآن نبدأ في إعداد الخطوة الرابعة والمرتبطة بحساب صافي الرصيد النقدي المتوقع والتي يتضمنها الجدول التالي:

الخطوة الرابعة: حساب صافي الرصيد النقدي المتوقع:

جدول رقم (٩)

بيان بحساب صافي الرصيد النقدي المتوقع

(القيمة بالجنيه)

شهور الخطة	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيه
فائض (عجز) تشغيل متوقع	٣٥٥٠٠	(٧٥٥٠٠)	(٧٥٥٠٠)	٣٦٠٥٠٠	٦٥٥٠٠	١٣٥٥٠٠
رصيد النقدية أول الشهر	٢٠٠٠٠	٥٥٥٠٠	(٢٠٠٠٠)	(٩٥٥٠٠)	٢٦٥٠٠٠	٣٣٠٥٠٠
رصيد النقدية آخر الشهر	٥٥٥٠٠	(٢٠,٠٠٠)	(٩٥٥٠٠)	٢٦٥٠٠٠	٣٣٠٥٠٠	٤٦٦٠٠٠
(الحد الأدنى لرصيد النقدية الشهرية)	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠
صافي الرصيد النقدي المتوقع	٥٥٠٠	(٧٠٠٠٠)	(١٤٥٥٠٠)	٢١٥٠٠٠	٢٨٠٠٠٠	٤١٦٠٠٠

ومن الواضح الآن أن صافي الرصيد النقدي المتوقع يتباين خلال شهور الخطة بين القيم الموجبة والقيم السالبة،

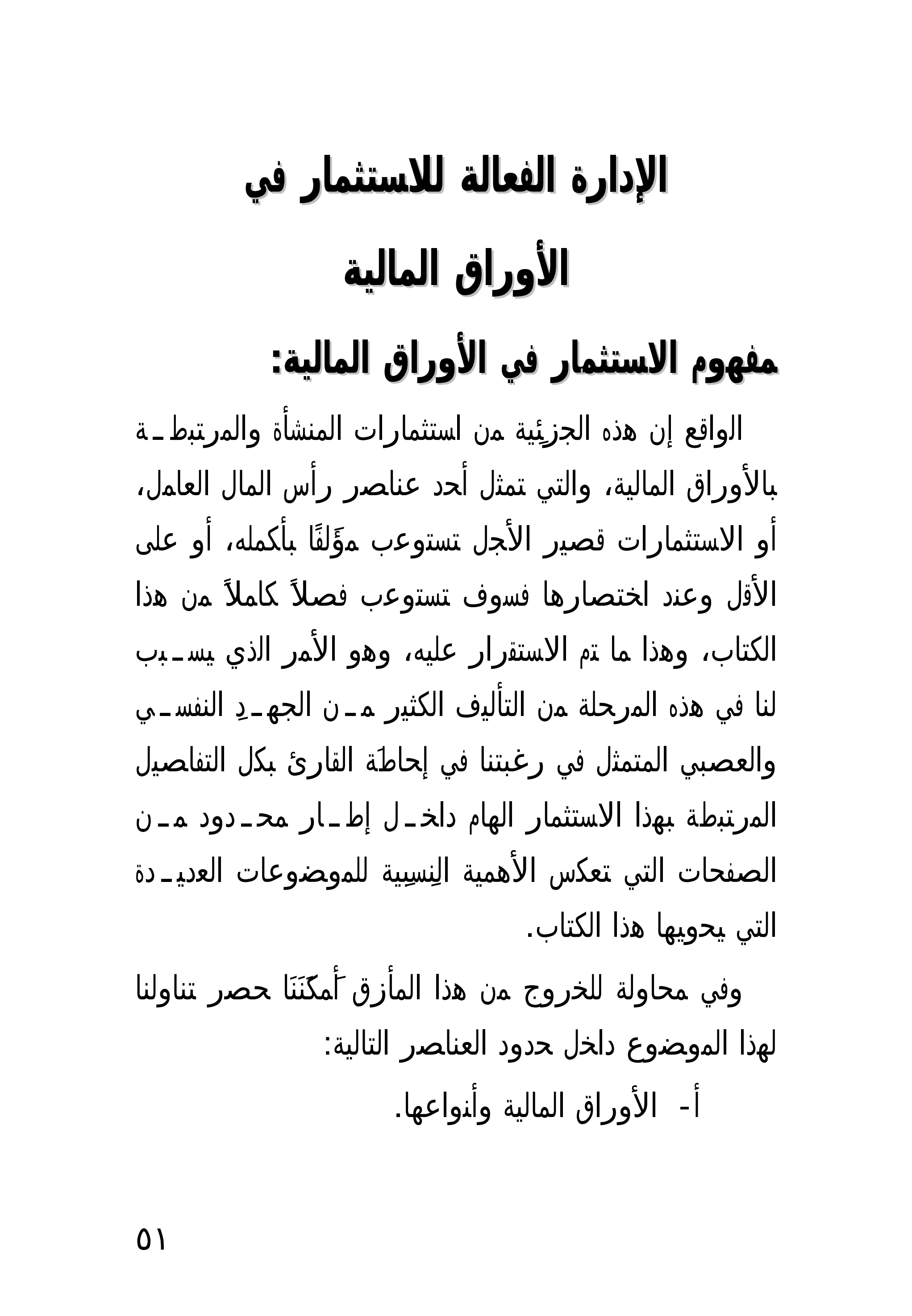
ولكن وبالمقارنة الكمية بينهما يتبين أن إجمالي القِيم الموجبة أكبر من إجمالي القيم السالبة، الأمر الذي يعني وفي التحليل النهائي أن هذه الشركة يجب أن تتجه إلى دراسة الاحتمالات البديلة التالية:

- محاولة تحريك جزء من التَدفقَات النقدية الداخلة من شهور الفائض (من أبريل إلى يونيه) إلى شهور العجز، وذلك من خلال تعديل السياسات المالية المؤثرة في هذا الاتجاه.
- الاقتراض المصرفي لمبلغ قدره ٢١٥٠٠٠ جنيه مع بداية شهر فبراير ١٩٩٧، على أن يتم سداده في نهاية شهر أبريل من خلال رصيده النقدي المتوقع.

وفي التحليل النهائي وبعد إقرار أي من البديلين السابق طرحهما يتأكد أن هذه الشركة ستعاني في النصف الأول من عام ١٩٩٧ من تراكم أرصدة نقدية معطلة قدرها ٧٠١٠٠٠ جنيه، الأمر الذي يحتم دراسة وإعداد برنامج مسبق لاستثمار هذا المبلغ وخاصة في الأوراق المالية، والذي يمثل العنصر الذي نعرض له في الفصل التالي مباشرة.

الفصل الثاني

الإدارة الفَعالة للاستثمار في الأوراق المالية



الإدارة الفعالة للاستثمار في الأوراق المالية

مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية:

الواقع إن هذه الجزئية من استثمارات المنشأة والمرتبطة بالأوراق المالية، والتي تمثل أحد عناصر رأس المال العامل، أو الاستثمارات قصير الأجل تستوعب مؤلفًا بأكمله، أو على الأقل وعند اختصارها فسوف تستوعب فصلاً كاملاً من هذا الكتاب، وهذا ما تم الاستقرار عليه، وهو الأمر الذي يسبب لنا في هذه المرحلة من التأليف الكثير من الجهدِ النفسي والعصبي المتمثل في رغبتنا في إحاطَة القارئ بكل التفاصيل المرتبطة بهذا الاستثمار الهام داخل إطار محدود من الصفحات التي تعكس الأهمية النِسبِية للموضوعات العديدة التي يحويها هذا الكتاب.

وفي محاولة للخروج من هذا المأزق أمكنَنَا حصر تناولنا لهذا الموضوع داخل حدود العناصر التالية:

أ- الأوراق المالية وأنواعها.

ب- القواعد الأساسية الحاكِمة للاستثمار فـي الأوراق المالية.

ج- تقويم الاستثمار في الأوراق المالية.

وسنحاول قَدر الإمكان عرض العناصر الثلاثة المـذكورة بصور موجزة على النحو التالي:

١- الأوراق المالية وأنواعها:

يمثل كُل من: سوق النقـد Money Market، وسـوق رأس المال Capital Market تلك الأمـاكن المنَظمـة [٢] لالتقاء طرفي التعامل في الأوراق الماليـة قصـيرة الأجـل وطويلة الأجل على التوالي لبيع وشراء مجموعـة الأدوات المالية أو الأوراق المالية بغرض التمويل والاستثمار.

ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقـات المتداخلـة بـين طرفي التعامل سواء داخل سوق النقد، أو سوق رأس المال.

---

[٢] تَخْرج الأسواق المالية عن نطاق اهتمامنا في هذا الكتاب، وذلـك فيمـا يتعلـق بالإسهاب التفصيلي في أنواعها وتقسيماتها.

جدول رقم (١)

مجالات المقارنة / طرفي العمل	البائع	المشتري
١- نوعية التعامل	الشركات	الشركات والأفراد
٢- هدف التعامل	تدبير مصادر التمويل اللازمة لممارسة النشاط، وتكوين الهياكل التمويلية.	توجيه الفوائض النقدية للاستثمار، وتكوين محافظ الاستثمار.
٣- الأثر المتوقع بعد التعامل	- تحمل تكلفة تمويلية. - تحمل درجة من المخاطرة المالية.	- توقع تحقيق عائد مقبول على الاستثمار. - تحمل درجة من المخاطر (مخاطر الاستثمار).
٤- محور الاهتمام	- تقليص تكلفة التمويل. - تقليص هيكل المخاطرة.	- تعظيم العائد على الاستثمار. - تقليص مخاطر الاستثمار إلى أدنى حد ممكن.
٥- الهدف المالي المِحوري	تعظيم القيمة (تنظيم ثروة المساهمين).	تعظيم القيمة (تعظيم ثروة المستثمرين).

ومن الجدول التوضيحي السابق يمكننا التأكيد على اتجـاه الشركات والأفراد إلى الأسواق المالية للتعامل المتداخل داخل نطاقها، حيث تسعى الشركات إلى إصـدار مجموعـة مـن الأدوات المالية بهدف تكوين هياكلهـا التمويليـة، وتمويـل مشروعاتها، وفرصها الاستثمارية من خلال متحصلات بيع هذه الأدوات بسعر مقبول، في الوقت الذي يسعى فيه الأفراد والشركات أيضا إلى توجيه مدخراتهم وفوائض أموالهم إلـى شراء ذات الأوراق المالية؛ توقعا لتحقيق عائد مقبـول فـي المستقبل.

والواقع إن الأوراق المالية التي يمكن من خلالها تكـوين الهياكل التمويلية للشركات المصدِرة لها، والمكّونَـة كـذلك لمحافظ الاستثمار التي يكّونُها المستثمرون والشركات تتصف بالتعدد والتنوع وهي:

- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.
- السندات غير الحكومية.

والواقع إن هذه الأدوات المالية الـثلاث تمثـل مجـالات استثمار طويل الأجل، وفي نفس الوقت مصادر تمويل طويلة

الأجل من منظور الشركات المصدِرة لها - كما سبق أن ذكرنا - وبالتالي يتم تداولها داخل نِطَاق أسواق رأس المال.

وأما الأنواع الأخرى من الأوراق المالية فهي على النحو التالي:

١- صكوك المديونية الحكومية:

هي تلك الصكوك أو الأوراق المالية التي تُصدِرها الحكومة ويثْبت من خلالها دين لمشتريها لدى الحكومة التي تُصدِر هذه الصكوك. وأكثرها استخداما أذون الخزانة التي يتم استخدامها من جهة الحكومة كأداة لتمويل العجز في ميزانية الدولة.

وتُثْبِت هذه الأوراق أن لحاملها مبلغًا معينًا لدى الحكومة ولفترة تتراوح بين ثلاثة شهور وسنة، ولا يحصل مشترو هذه الأذون على عائد دوري ثابت أو محدد، ويقتصر الأمر على بيعها بأقل من قيمتها الاسمية؛ حيث يمثل هذا الانخفاض العائد الذي يحصل عليه المشتري؛ حيث يحصل في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية لإذن الخزانة والذي يزيد عن القيمة التي دفعها بالفعل. هذا ويمكن في بعض الحالات أن

تلجأ الحكومة إلى إصدار صكُوك مديونية طويلة الأجل تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويمكن أن تصل إلى عشر سنوات أو أكثر، وهنا تلتزم الحكومة بدفع فوائد سنوية ثابتة منخفضة القيمة نظرا لانعدام خُطُورة الاستثمار فيها تقريبا [٣].

٢- الأوراق الماليـــة القابلـــة للتحويـــل Convertible Securities:

وتعني الأسهم الممتازة والسندات التي تتمتع بميزة إضافية ينَص عليها وقت الإصدار، تتمثل في حـق مشـتريها فـي تحويلها إلى أسهم عادية مستَقْبلاً، بمعنى إمكانيـة اسـتبدالها بأسهم عادية حسب الأسعار الجارية لهـا وقـت التحويـل أو الاستبدال، كُل ذلك في اتجاه حث المستثمرين على شراء تلك الأوراق.

٣- حقوق الشراء والبيع Options:

يمكن أن يطلق على هذه الحقوق اصطلاح الأوراق المالية المشتقة Drivate Securities والتي غالبا ما ترتبط بالأسهم

---

[٣] د. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، القاهرة ١٩٩٤، بـدون ناشر، ص ٢٠.

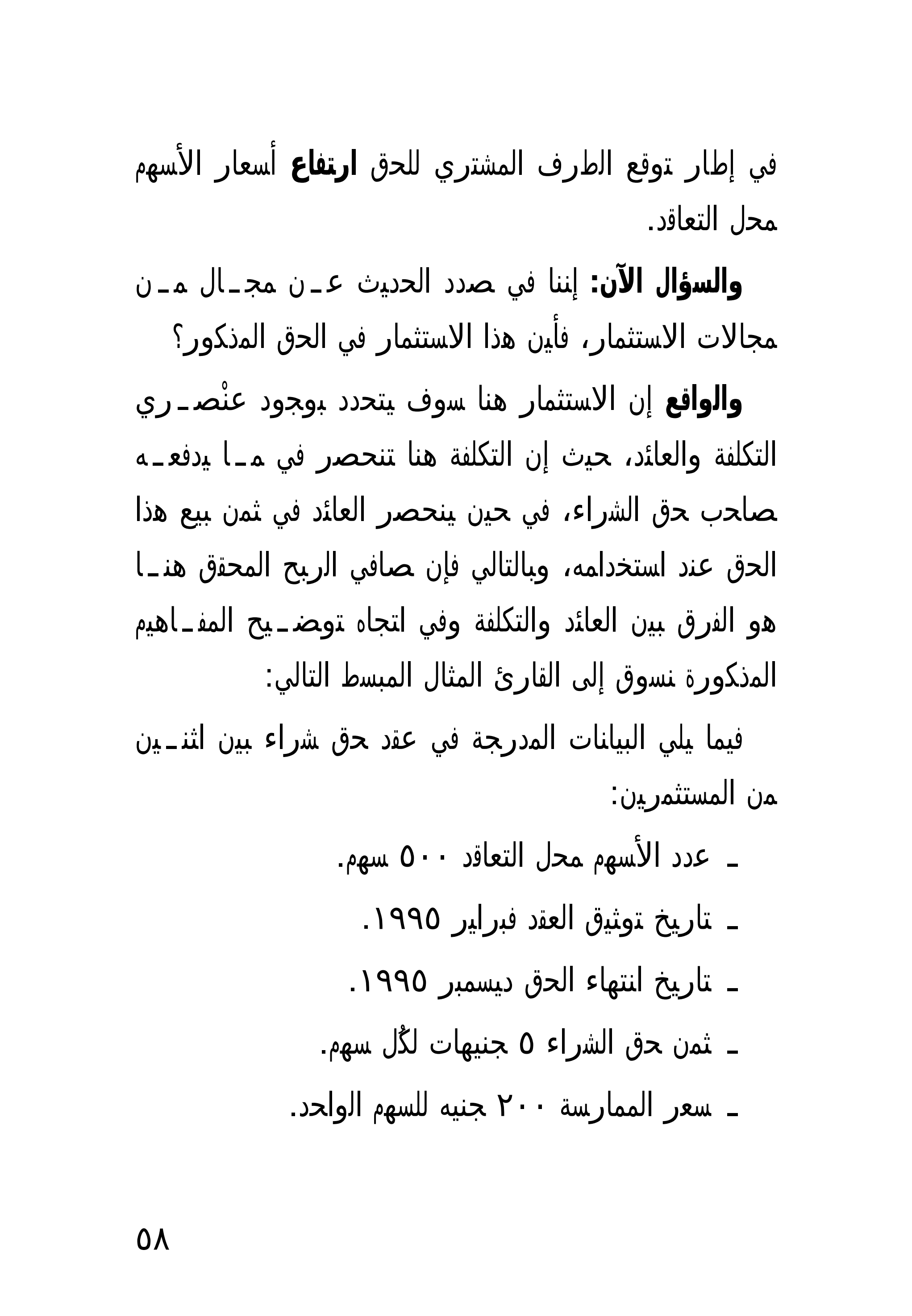
على الرغم من إمكانية ارتباطها أيضا بالسندات أو بعض السلع أو العملات الأجنبية.

وتعني هذه الحقوق علاقة ملزمة بين طرفين: **أحدهما** مشتري الحق، **والآخر** بائع أو مصدر الحق، حيث يتم توثيق هذه العلاقة في صورة عقد يتم إبرامه بين طرفين: **أولهما** المشتري ويتيح له العقد الحق في شراء أو بيع استثمار معين بسعر معين خلال فترة محددة يلتزم **ثانيهما** وهو البائع بتلبية رغبة الطرف الأول.

هذا ويمكننا تقسيم هذه الحقوق إلى نوعين هما:

٣ / ١- Options:

ونقصد بها تلك الحقوق التي يصدِرها المستثمرون في صورة عقود يتم إبرامها فيما بينهم دون أية علاقة بالشركة المصدرة للأوراق المالية محل التعاقد، والتي يمكن أن تأخذ اتجاه حقوق الشراء، أو اتجاه حقوق البيع، حيث نجد أن حق الشراء Call – option يعكس عقدا بين طرفين من المستثمرين، يملك أحدهما حق شراء عدد معين من الأسهم بسعر معين خلال فترة محددة أو قبل تاريخ محدد ويلتزم الطرف الآخر بتلبية هذا الطلب داخل الحدود المذكورة وذلك



في إطار توقع الطرف المشتري للحق **ارتفاع** أسعار الأسهم محل التعاقد.

والسؤال الآن: إننا في صدد الحديث عـن مجـال مـن مجالات الاستثمار، فأين هذا الاستثمار في الحق المذكور؟

والواقع إن الاستثمار هنا سوف يتحدد بوجود عنْصـري التكلفة والعائد، حيث إن التكلفة هنا تنحصر في مـا يدفعـه صاحب حق الشراء، في حين ينحصر العائد في ثمن بيع هذا الحق عند استخدامه، وبالتالي فإن صافي الربح المحقق هنـا هو الفرق بين العائد والتكلفة وفي اتجاه توضـيح المفـاهيم المذكورة نسوق إلى القارئ المثال المبسط التالي:

فيما يلي البيانات المدرجة في عقد حق شراء بين اثنـين من المستثمرين:

- عدد الأسهم محل التعاقد ٥٠٠ سهم.
- تاريخ توثيق العقد فبراير ١٩٩٥.
- تاريخ انتهاء الحق ديسمبر ١٩٩٥.
- ثمن حق الشراء ٥ جنيهات لكُل سهم.
- سعر الممارسة ٢٠٠ جنيه للسهم الواحد.

- عمولة الوسيط عند استخدام الحق ١٠٠ جنيه.

ومن البيانات المذكورة يمكن لصاحب حـق الشـراء أن يواجه عملِيا أحد موقفين هما:

الموقف الأول (موقف محتَمل):

أن يتخلى المستثمر صاحب حق الشراء عن استخدام هذا الحق، حيث يحدث هذا الاحتمال إذا رأى المستثمر أن سـعر السهم قد **انخفض** عن سعره وقت الممارسة والمدون بالعقد، وليكن إلى ١٠٠ جنيه بدلاً من ٢٠٠ جنيه، حيث يتحمل هنـا خسارة قدرها ٢٥٠٠ جنيه (عدد الأسهم محل التعاقد × ثمن حق الشراء للسهم الواحد).

الموقف الثاني (موقف محتَمل):

أن يمارس المستثمر صاحب حـق الشـراء حقـه فـي الممارسة الفعلية لهذا الحق، حيث يحدث هـذا الاحتمـال إذا رأى المستثمر أن سعر السهم قد **ارتفع** عـن سـعره وقـت الممارسة والمدونة بالعقد، وليكن إلى ٣٠٠ جنيه بـدلاً مـن ٢٠٠ جنيه؛ ليحقق بذلك ربحا صافيا يمكـن تحديـد قيمتـه بالمعادلة التالية:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق الشراء = (ثمن بيع الأسهم) – (ثمن شراء الأسهم + تكلفة شراء الحق + عمولة الوسيط عند استخدام حق الشراء)

ويمكن تطبيق المعادلة المذكورة في هذه الحالة على النحو التالي:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق الشراء =

(٥٠٠ سهم × ٣٠٠ جنيه) – [(٥٠٠ سهم × ٢٠٠ جنيه) + (٥٠٠ سهم × ٥ جنيهات) + (١٠٠ جنيه)]

= ١٥٠,٠٠٠ جنيه – ١٠٢٦٠٠ جنيه = ٤٧٤٠٠ جنيه

وأما فيما يتعلق بحق البيع Put Option وهنا يتَوقـع صاحب هذا الحق **هبوط** أسعار الأسهم محل التعاقـد خـلال فترة سريان العقد عن أسعارها وقت إبـرام وتوثيـق العقـد المذكور، حيث يلتزم الطـرف الآخـر بالشـراء بالأسـعار المحددة وقت إبرام العقد، وسيواجه صاحب هذا الحق أيضـا وفي الواقع العملي أحد موقفين هما:

الموقف المحتَمل الأول: أن يتخلى المستثمر صاحب حق البيع عن استخدام هذا الحق إذا رأى أن سعر السهم قد **ارتفع** عن سعره وقت الممارسة والمدونَة بالعقد، حيـث تنحصـر

خسارته في التكلفة التي يتحملها مقابل الحصول علـى هـذا الحق، (عدد الأسهم محل التعاقد × ثمن حق البيـع للسـهم الواحد).

الموقف المحتَمل الثاني: أن يمارس المسـتثمر صـاحب حق البيع حقه في الممارسة الفعلية لهـذا الحـق إذ رأى أن سعر السهم قد **انخفض** عن سعره وقت الممارسة والمدونـة بالعقد، حيث سيحقق ربحا صافيا يمكـن تحديـده باسـتخدام المعادلة التالية:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق البيع =
(ثمن بيع الأسهم طبقًا لسعر الممارسة) – (ثمن شراء الأسهم في السوق + تكلفة شراء حق البيع + عمولة الوسيط عند استخدام حق البيع)

ولمزيد من التوضيح فلنتعامل مع المثالي التالي:

قام أحد المستثمرين بتوثيق عقد "حق بيع" مـع مسـتثمر آخر وكانت البيانات المدونة بالعقد على النحو التالي:

- عدد الأسهم محل التعاقد ١٠٠٠ سهم.
- تاريخ انتهاء الحق آخر يونيو ١٩٩٥.
- ثمن حق البيع جنيه واحد لكُل سهم.
- سعر الممارسة وقت التعاقد ١٢٠ جنيها للسهم.

- عمولة الوسيط عند استخدام حق البيع ٢٥٠ جنيها.

وفي هذه الحالة وإذا افترضنا أن المستثمر صاحب الحق قد تأكد من عدم دِقةِ توقعاته السابقة بانخفاض أسعار الأسهم في السوق عن سعر الممارسة، حيث اتجهت نحو الارتفـاع لتَصِلَ إلى ٢٠٠ جنيه للسهم، وهنا سوف يتنازل عن ممارسة هذا الحق متَحملا خسارة قدرها ١٠٠٠ جنيه، والتي تعكـس التَكْلُفَة التي تَحملُها مقابل حصوله على هـذا الحـق (١٠٠٠ سهم × ١ جنيه للسهم).

وفي الاتجاه الآخر وإذا ما تحققـت تَوقعـات المسـتثمر صاحب حق البيع، وانخفضت الأسعار السوقِية للأسهم محل التعاقد عما كانت عليه وقت التعاقد لتنخفض إلى ٨٠ جنيهـا للسهم بدلا من ١٢٠ جنيها للسهم، وذلك قبـل آخـر يونيـه ١٩٩٥ وهو تاريخ انتهاء الحق الأمر الذي يـدفع بـه إلـى ممارسة حقه من خلال شراء الأسهم محل التعاقـد بالسـعر المنخفض، ويعِيد بيعها للطرف الآخر بالسعر المحدد وقـت التعاقد؛ ليحقق ربحا صافيا، نتوصل إليه من خـلال تطبيـق المعادلة السابق عرضها على النحو التالي:

صافي الربح الذي يحققه صاحب حق البيع =

(١٠٠٠ سهم × ١٢٠ جنيها) – [(١٠٠٠ سهم × ٨٠ جنيها) + (١٠٠٠ سهم × ١ جنيـه) + (٢٥٠ جنيـه)] = ٣٨٧٥٠ جنيها

ويلاحظ على كُل من "حقوق الشراء" و"حقوق البيع" مـا يلي[٤]:

- أن كلاً من حق الشراء وحق البيع له تاريخ محـدد يصبح بعده عديم القيمة، ويسمى هذا التاريخ "**تاريخ انتهاء الحق**".
- أن كلاً من حق الشراء وحق البيع يبـاع بمفـرده بسعر معين، ويمكن للمشـتري أن يبيعـه لطـرف ثالث، والثالث إلى رابع... وهكذا.
- أن بائع (مصدر) حق الشراء يجب عليـه تـوفير الأسهم محل الحق وقت ممارسة المشتري حقه فـي الشراء، حتى ولو كان في ذلك خسارة لهذا البائع.

---

[٤] د. محروس حسن، المرجع السابق، ص ٣٥.

- أن بائع (مصدر) حق البيع يجب عليه شراء الأسهم محل الحق وقت ممارسة المشتري لحقه في البيـع، حتى ولو كان في ذلك خسارة لهذا البائع.
- أن بائع (مصدر) حق الشراء أو حق البيـع يحـدد قيمة هذا الحق بناء على توقعاته لاتجاهات أسـعار الأسهم محل الحق – بالشكل الذي يحقق له ربحا – وبعد استشارة سماسرة الأوراق الماليـة، وكـذلك المؤسسات ذات الخبرة في هذا المجال.

لقد انتهينا الآن من توضيح مفهوم حقوق الشراء والبيـع التي تُمثل عقودا بين المستثمرين بعضهم البعض، ويبقـى أن نعرض لنوعها الآخر والتي تُصدِره الشركات، وذلك علـى النحو التالي:

٣ / ٢ حقُوق الشِراء (المصـدرة مـن الشَـركات) Warrants:

يلاحظ أننا قد لم نذكر هنا حقوق البيع إلى جانب حقـوق الشراء، حيث إن المجال هنا محصور داخل نطـاق حقـوق الشراء التي تُصدرها الشـركة صـاحبة الأسـهم العاديـة،

أو الممتازة، والتي تمثل أحد طرفي التعاقد، في حين يمثـل المستثمر الذي يقَرر شراء هذا الحق الطرف الثاني، حيـث يتيح التعاقد بينهما لِمشْتَري حق الشراء المصدر شراء عـدد معين من أسهم الشركة المصدرة بسعر معين خـلال فتـرة معينة تمتد لسنوات طويلة، خلافًا لحق الشراء والبيع السابق عرضها والتي تدخل في نطـاق زمنـي تعاقـدي محـدود لا يتعد سنة.

ومن الأمور المنطقية أن المستثمر الذي يقرر شراء هـذا الحق عند الإعلان عنه، يدفعه إلى ذلك تَوقعه **لارتفاع** أسعار الأسهم التي يتضمنها حق الشراء خلال فترة سريانه.

ويتم تحديد القيمة التي يدفعها المستثمر في مقابل حصوله على حق الشراء من جهة الشركة المصدرة له على النحـو التالي:

قيمة حق الشراء = عدد الأسهم التي يتضمنها حق الشراء × (سعر السهم في السوق وقت الإصدار – سعر السهم وقت الممارسة)

فإذا كان عدد الأسهم التي يتضمنها الحـق ١٠٠ سـهم، وسعر السهم في السوق وقت الإصدار ٤٠٠ جنيه، وسـعره وقت الممارسة ٣٠٠ جنيه فإن:

قيمة حق الشراء = ١٠٠ × (٤٠٠ – ٣٠٠) = ١٠٠٠٠ جنيه.

٤- الأوراق التجاريـــة Commercial Papers:

تسعى بعض الشركات في بعض الأحيان إلى إصدار عدد من الكمبيالات لحاملها لفتـرة اسـتحقاق قصـير الآجـل، واستخدام حصيلة بيعها كمصـدر قصـير الأجـل لتمويـل توسعات استثمارية قصيرة الأجل.

وفي التاريخ المحدد لاستحقاق الكمبيالة يتجه حاملها إلـى البنك الذي حددته الشركة المصدرة لتحصيل قيمتها الاسـمية فوريا؛ حيث يتمثل عائد المستثمر هنا في الفرق بين القيمـة الاسمية للكمبيالة وبين القيمة التي دفعها بالفعل.

٥- القُبـولات المصـرفية Bankers' Acceptances:

تمثل القُبولات المصرفية إحدى الأدوات الماليـة الدوليـة التي تساعد على تسهيل حركة التجارة الخارجية بين الـدول

ذات العملات المختلفة.

وتمثل القبولات المصرفية أوامر دفع آجلة (٣٠ يوما إلى ٩٠ يوما) مسحوبة على أحد البنوك بواسطة أحد المستوردين أو المصدرين الذي يلتزم بدفع قيمة هذا الأمر المقبـول فـي تاريخ الاستحقاق، الأمر الذي يعنـي أنهـا تُعطـي حمايـة للمستثمرين في الأسواق المالية العالمية ضد مخـاطر عـدم السداد، الأمر الذي يعني أنها تمثل أحـد جوانـب الائتمـان المصرفي الذي تمنحه البنوك.

٦- شَهادات الإيداع القَابِلة للتَداول:

Negotiable Certificates of Deposit:

يقوم بإصدار هذه الشهادات بعض البنوك الكبيرة، وبعض المؤسسات شبه المصرفية لفترة استحقاق تتـراوح بـين ٣٠ يوما، سنة ونصف، وهي شهادات تصـدر لحاملهـا تثبـت إيداعه لمبلغ معين بسعر فائدة معـين داخـل حـدود فتـرة الاستحقاق السابق ذكرها.

ويتم تحديد سعر الفائدة هنا من خلال الاتفاق بين العميـل المشتري للشهادة، وبين البنك المصدر لها والذي يزيد فـي

معدله عن ذلك المعدل المـرتبط بـأذون الخزانـة؛ نظـرا لاختلاف حجم المخاطر الاستثمارية فيما بينهما.

هذا وفي تطور ملحوظ في علم التمويل فقد ظهـر فـي السنوات الأخيرة اصـطلاح الهندسـة الماليـة Financial Engineering الذي يشير لظهور أدوات مالية جديدة بهدف محاولة توزيع المخاطر بأسلوب أكثـر فعاليـة، أو بهـدف التمشي مع القوانين واللوائح الضريبية، أو بهـدف خفـض تكاليف العمليات، ومن أشهر هذه الأدوات ما يلي:

٧- الأوراق المالية ذات العائد المتحرك:

Floating – Rate Notes:

الواقع إن الورقة المالية ذات السعر المتحرك هـي سـند طويل الأجل بسعر فائدة قصير الأجـل كبـديل للقـروض قصيرة الأجل المتجددة، حيث إن كوبون هذه الورقة الماليـة مرتبط بسعر فائدة قصير الأجل مثل: أذون الخزانة، حيـث يتم تعديل سعر الكوبون دوريا ليساوي السعر قصير الأجـل بالإضافة إلى معدل التغير، فإذا افترضنا أن هـذا الكوبـون

مرتبط بمعدل سعر أذون الخزانة لمدة ٦ شـهور بالإضـافة لنسبة ٤ %.

وعند إصدار الورقة المالية كان معدل سعر أذون الخزانة ٦ % فترتبط الورقة بكوبون معدلـة ١٠ %، وفـي حالـة انخفاض معدل سعر أذون الخزانة إلى ٥ % يتم أيضا تعديل معدل الكوبون إلى ٩ % وهكذا.

والواقع إن هذه النوعية من الأوراق المالية تُفيد الشركات المصدرة لها من خلال توفير تكـاليف عمليـات التَسـوِيات المتكررة للقروض قصيرة الأجل، أو الأوراق المالية قصيرة الأجل.

ومن جهة أخرى نجدها تفيد المستثمر المشتري لها مـن حيث تخفيض حجم المخاطر السِعرية التي يتعرض لها.

٨- الأوراق المالية المرتبطة بمؤشر Index– Linked:

يوفر هذا النوع مـن الأوراق الماليـة حمايـة واضـحة للمستثمرين من التضخم، حيث تسـمح بتسـوية كوبوناتهـا وقيمتها الاسمية لتعكس التأثير الفعلي للتضخم.

هذا ويمكننا التأكيد على أبعاد الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية على النحو التالي:

- إذا كانت الورقة المالية مصدرة لمدة سنة واحدة.

في هذه الحالة يتم تعديل كُل من قيمة الكوبون، والقيمـة الاسمية للورقة المالية كما يلي:

قيمة الكوبون بعـد التسـوية بمعـدل التضـخم = قيمـة الكوبـون (١ + معدل التضخم)

القيمة الاسمية للورقة الماليـة بعـد التسـوية بمعـدل التضـخم = القيمة الاسمية (١ + معدل التضخم)

فإذا افترضنا أن الحكومة قد أصدرت ورقة ماليـة لمـدة سنة واحدة بقيمة اسـمية ٥٠٠ جنيـه بكوبـون ١٠ % وأن معدل التضخم الفعلـي عـن السـنة ٩ % فـيمكن تطبيـق المعادلتين السابقتين على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية بمعدل التضـخم = ٥٠ جنيهـا (١,٠٩) = ٥٤,٥ جنيها.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية بمعدل التضخم = ٥٠٠ (١,٠٩) = ٥٤٥ جنيها.

ومن الملاحظ أن التسويات الموضحة ستؤدي إلى احتفاظ المستثمر بمعدل عائده الأصلي والمتمثل في معدل الكوبـون وهو ١٠ % والذي يمكن التوصل إليه كما يلي:

معدل الكوبون بعد التسوية = (قيمة الكوبون بعد التسوية / القيمة الاسمية للورقة بعد التسوية) × ١٠٠

= (٥٤,٥ / ٥٤٥) × ١٠٠ = ١٠ %

إذا كانت الورقة المالية المصدرة لأكثر من سنة:

في هذه الحالة سيكون المستثمر في مواجهة أحد احتمالين هما:

الاحتمال الأول: أن يكون معدل التضخم ثابتًا خـلال فترة سريان الورقة المالية:

إذا واجه المستثمر هذا الاحتمـال فسـيتم تعـديل قيمـة الكوبون والقيمة الاسمية للورقة المالية كما يلي:

(١ - (١ / (١ + معدل التضخم)^{ن})) / معدل التضخم

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية المتراكمة بمعدل التضخم =

$$\textbf{القيمة الاسمية للورقة المالية} \times \frac{١ - \frac{١}{(١ + \text{معدل التضخم})^{ن}}}{\text{معدل التضخم}}$$

فإذا افترضنا أن الحكومة قد أصدرت ورقة مالية لمدة ٤ سنوات، بقيمة اسمية ٤٠٠ جنيه بكوبـون ٨ % وأن معـدل التضخم الفعلي خلال السنوات الأربع ظل ثابتًا وبمعدل ٦ % سنويا فيمكن تطبيق المعادلتين السابقتين على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية المتراكمة بمعدل التضخم =

$$٣٢ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,٠٦)^{٤}}}{٦ \%}$$

= ٣٢ × ٣,٤٧ = ١١١,٠٤ جنيها.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعـد التسـوية المتراكمـة بمعدل التضخم.

$$= ٤٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,٠٦)^{٤}}}{٦ \%}$$

= ٤٠٠ × ٣,٤٧ = ١٣٨٨ جنيها

ومن الملاحظ أيضا أن التسويات الموضحة ستؤدي إلـى احتفاظ المستثمر بمعدل عائده الأصلي، والمتمثل في معـدل الكوبون وهو ٨ % وهو الأمر الذي يمكن التأكد من واقعيته كما يلي:

معدل الكوبون بعد التسوية المتراكمة = ١١١,٠٤ / ١٣٨٨ × ١٠٠ = ٨ %

الاحتمال الثاني: أن يكون معدل التضخم متغيرا خلال فترة سريان الورقة المالية:

وفي المثال السابق إذا افترضنا أن معدل التضخم الفعلـي خلال السنوات الأربع كان ٦ %، ٥ %، ٤ %، ٣ % مـن السنة الأولى إلى الرابعة على التوالي فيمكن تعديل المعادلات السابقة على النحو التالي:

قيمة الكوبون بعد التسوية المتراكمة بمعدلات التضخم =

قيمة الكوبون (١ + معدل التضخم) (١ + معدل التضخم)

(١ + معدل التضخم) (١ + معدل التضخم)

= ٣٢ (١,٠٦) (١,٠٥) (١,٠٤) (١,٠٣) = ٣٨,١٥٢ جنيها.

القيمة الاسمية للورقة المالية بعد التسوية المتراكمة بمعدلات التضخم في نهاية السنة الرابعة =

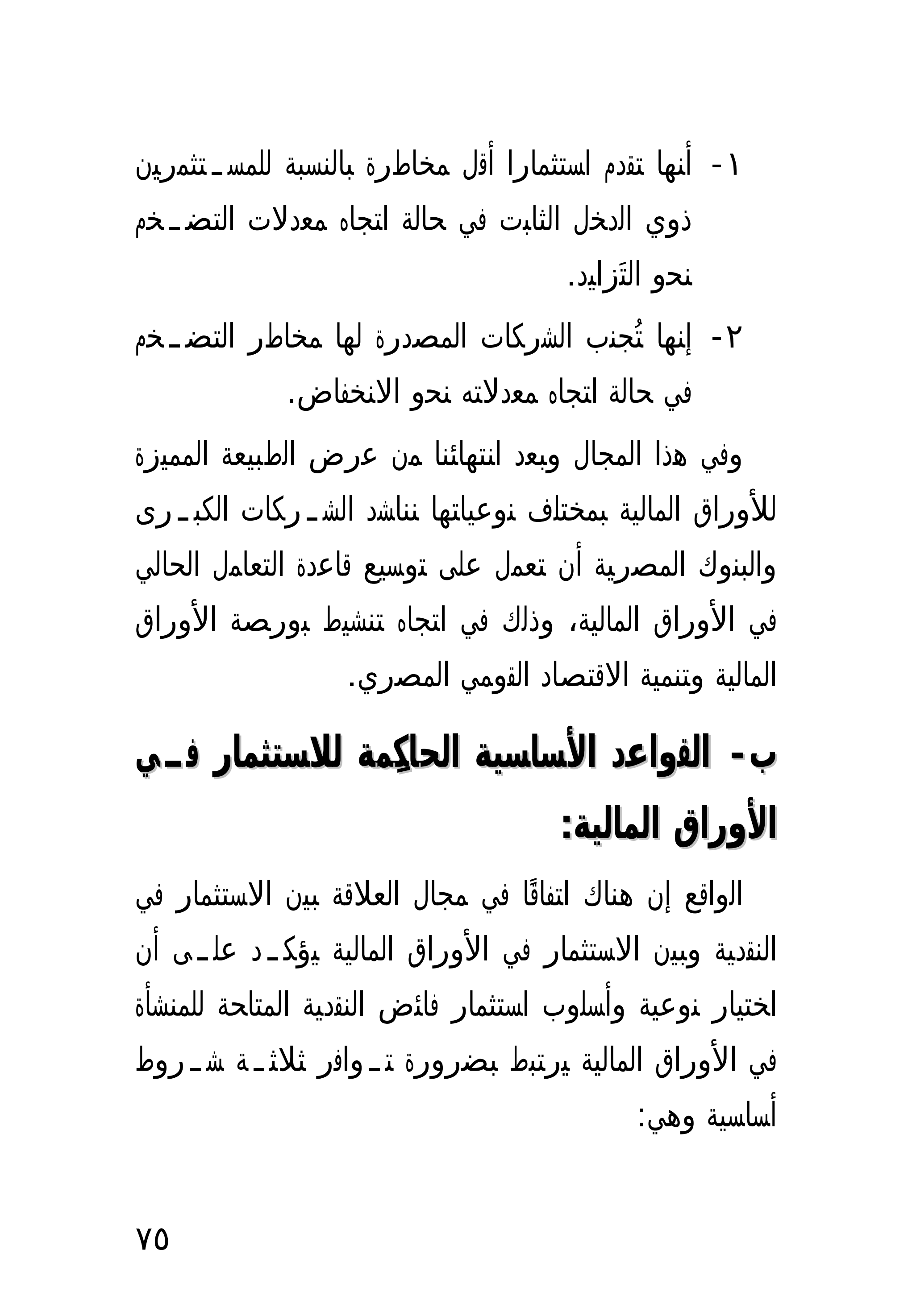
٤٠٠ (١,٠٦) (١,٠٥) (١,٠٤) (١,٠٣) = ٤٧٦,٩٠ جنيها.

ويتأكد أيضا أن المستثمر وفي نهاية فترة استحقاق الورقة المالية سيحتفظ بمعدل عائده الأصلي والمتمثل في معدل كوبون ٨ % وهو الأمر الذي يمكن التأكد من واقعيته كما يلي:

معدل الكوبون بعد التسوية المتراكمة في نهاية فترة الاستحقاق = $\frac{٣٨,١٥٢}{٤٧٦,٩٠٠}$ × ١٠٠ = ٨ %

ومن المؤكد أيضا أن المستثمر سيحتفظ بنفس الحماية في أي فترة خلال فترة الاستحقاق وقبل نهايتها، سواء في نهاية السنة الأولى أو الثانية أو الثالثة.

وفي هذا المجال نؤكد أن هذه الأوراق المالية تحقق مزايا إضافية تفتقدها الأوراق المالية الأخرى وغير المرتبطة بمؤشر منها ما يلي:



١- أنها تقدم استثمارا أقل مخاطرة بالنسبة للمستثمرين ذوي الدخل الثابت في حالة اتجاه معدلات التضخم نحو التَزايد.

٢- إنها تُجنب الشركات المصدرة لها مخاطر التضخم في حالة اتجاه معدلاته نحو الانخفاض.

وفي هذا المجال وبعد انتهائنا من عرض الطبيعة المميزة للأوراق المالية بمختلف نوعياتها نناشد الشركات الكبرى والبنوك المصرية أن تعمل على توسيع قاعدة التعامل الحالي في الأوراق المالية، وذلك في اتجاه تنشيط بورصة الأوراق المالية وتنمية الاقتصاد القومي المصري.

ب- القواعد الأساسية الحاكمة للاستثمار في الأوراق المالية:

الواقع إن هناك اتفاقًا في مجال العلاقة بين الاستثمار في النقدية وبين الاستثمار في الأوراق المالية يؤكد على أن اختيار نوعية وأسلوب استثمار فائض النقدية المتاحة للمنشأة في الأوراق المالية يرتبط بضرورة توافر ثلاثة شروط أساسية وهي:

١- الضمان وانخفاض المخاطر Security.

٢- سهولة البيع Marketability.

٣- ارتفاع العائد Yield.

ومن الجدير بالذكر أنه وعلى المستوى العملي فقد لا تسمح الظروف بتوافر الشروط الثلاثة في ذات الوقت، الأمر الذي يحتم على إدارة المنشأة أن توجه اهتمامها لواحد أو أكثر منها بشكل يتمشى مع ظروفها الفعلية.

ففي بعض المواقف قد تجد الإدارة نفسها في حالة اهتمام شديد بشرط سهولة البيع لتحويل الاستثمارات في الأوراق المالية إلى نقدية سائلة وبسرعة كبيرة وهكذا.

والواقع إن المشكلة الأساسية تنحصر هنا في محاولة إدارة المنشأة للوصول إلى حالة التوافر التام للشروط الثلاثة المذكورة في نفس الوقت، وذلك من خلال الاحتفاظ بمحفظة مثالي لاستثماراتها في الأوراق المالية Optimum Portfolio حيث تعني محفظة الاستثمار. وبشكل عام خليط الأوراق المالية من أسهم وسندات وخلافه والذي تحتفظ به المنشأة في وقت ما.

وتشير القاعدة العامة هنا إلى أهميـة احتـواء محفظـة الاستثمار على خليط متنوع من الأوراق المالية مـن حيـث العائد والمخـاطر وسـهولة البيـع، وذلـك فـي التنويـع Diversification وهو الأمر الذي لا يسمح المجـال هنـا بالإسهاب في تفاصيله.

إن القاعدة الأساسية هنا تؤكد على أن أي زيـادة فـي النقدية عن الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به يجب توجيههـا للاستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال التَوصل إلـى أفضل مزيج بين الأرصدة النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية.

ومن المنطقي أن نجاح المنشأة في إدارة عنصري النقدية والاستثمارات في الأوراق المالية قصيرة الأجل، سوف يعتمد على التحديد الدقيق لمفهوم الإدارة العلمية لهذين العنصرين، حيث تَعددت النماذج المستخدمة في هذا المجال، وذلك تحت إطار محدد من أساسين يتمثلان في تخفيض النقدية السـائلة وشبه السائلة إلى أدنى حد ممكن، مع الحرص علـى عـدم انخفاض الرصيد بالشكل الذي يعرض المنشأة لمخاطر الفشل

في سداد المستحقات، أو ضياع فُـرص لتحقيـق مكاسـب محتملة.

ومن أشهر هذه النماذج نموذج ميلـر وآر Miller-Orr والذي يطلق عليه نموذج حدود الرقابـة Control-Limit Order والذي يعتمد على المفاهيم الآتية [٥]:

- ضرورة وضع حد أقصى وحد أدنى لرصيد النقدية.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقصى الـذي تم تحديده يتم شراء كميات إضـافية مـن الأوراق المالية حتى ينخفض رصيد النقدية إلـى مسـتوى معين يطلق عليه نقطة الارتـداد Cash Return Point.
- عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأدنى الذي تم تحديده، يتم بيع كمية معينة من الأوراق المالية حتى يرتفع رصيد النقدية إلى نقطة الارتداد.

---

[٥] Miller, M. H. and Orr, D. A. Model of Demand For Money By Firm. Quarterly Journal of Economics, ٨٠ (Aug, ١٩٦٦) P. ٤٢٠.

ويتحدد النموذج المذكور بالمعادلات الثلاث الآتية:

$$ر = \sqrt[3]{\frac{3\ ط\ \alpha^{2}}{4\ ع}} \quad \text{.......................} \quad (1)$$

$$س = 3\ ر \quad \text{..................................} \quad (2)$$

$$\text{متوسط رصيد النقدية المعياري} = \frac{س + ر}{3} \quad \text{.............} \quad (3)$$

حيث إن:

ر تمثل نقطة الارتداد.

، α^{2} تمثل الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية.

، ط تمثل التكاليف الثابتة لبيع أو شراء كمية معينة من الأوراق المالية.

، ع تمثل معدل العائد على استثمارات الأوراق المالية في اليوم الواحد.

، س تمثل الحد الأقصى المعياري لرصيد النقدية.

ومن الواضح أن النموذج المذكور يخلو من الحد الأدنى المعياري لرصيد النقدية، حيث يفترض أنه مساويا للصفر

من خلال افتراض أساسـي يتمثـل فـي أن أوامـر بيـع الاستثمارات في الأوراق المالية يمكن أن تصدر وتنفذ فـي لحظة وصول رصيد النقدية بخزائن المنشأة إلى الصفر، وهو الأمر الذي لا يمكن التسليم بصحته عمليا، حيـث يتحـتم أن يكون الحد الأدنى لرصيد النقدية رقما موجبا، والذي يمثـل رصيد الأمان بالنسبة للمنشأة، والذي تتحدد قيمتـه الموجبـة المعيارية بالعديد من العوامـل أهمهـا سـيكولوجية الإدارة للمخاطرة، وكذلك القوة الاقتراضية لها، حيث ينخفض رصيد الأمان بزيادة قدرتها على الاقتراض وقت الحاجـة، وميـل الإدارة نحو الجرأة والمخاطرة.

وبناء على ذلك فقد قام آخرون [٦] بتطوير النموذج السابق لكي يستوعب رصيد الأمان الذي يرمز له بالرمز (ح).

وعلى ذلك يتمثل النموذج في المعادلات الثلاثة الآتية:

$$ر = \sqrt[٣]{\frac{٣ ط \alpha^{٢}}{٤ ع}} + ح \quad .... (١)$$

$$س = ٣ ر - ٢ ح \quad .... (٢)$$

---

(٦) Petty, J. W. Keown, A. J. Scott. Jr. D. F. And Martin J. D. Basic Financial ٢d Ed, Englewood Cliffs, N. Y: Prentic – Hall, ١٩٨٢ P. ١٨٣.

متوسط رصيد النقدية المعياري = (س + ر) / ٣ + ح .... (٣)

وفي اتجاه التأكيد على اكتساب القارئ لمهـارة اسـتخدام النموذج المذكور أخيرا نعرض للمثال التالي:

أتيحت لك البيانات التالية عن إحدى الشركات التي تفكـر في التوصل إلى التوازن الأمثل بين الاستثمارات في الأوراق المالية والنقدية.

- الحد الأدنى لرصيد النقدية ٢٠٠,٠٠٠ جنيه.
- الانحراف المعياري لصافي التدفقات النقدية اليومية = ٢٠٠٠ جنيه.
- التكاليف الثابتة لشراء أو لبيع كميـة مـن الأوراق المالية = ١٠٠٠ جنيه.
- معدل العائد السنوي المطلوب على الاستثمار فـي الأوراق المالية ١٢ %.

والمطلوب: مساعدة إدارة الشـركة باسـتخدام البيانـات السابقة وذلك على النحو التالي:

١ - تحديد نقطة الارتداد:

$$ر = \sqrt[3]{\frac{3 \times 1000 \times (2000)^{2}}{4 \times 0,00033}} + 200,000 \text{ جنيه} = 209687 \text{ جنيها}$$

وقبل الانتقال للخطوة التالية نوجه انتباه القـارئ إلـى أن قيمة (ع) والتي تمثل متوسط العائد اليومي على الاستثمارات في الأوراق المالية قد تَم التوصل إليها بقسمة المعدل السنوي ١٢ % على عدد أيام السنة.

$$\left(\frac{12\ \%}{360 \text{ يوما}} = 0,00033 \right)$$

٢- تحديد قيمة الحد الأقصى لرصيد النقدية:

س = (٣,٠) – (٢ ح)

= (٣ × ٢٠٩٦٨٧) – (٢ × ٢٠٠,٠٠٠) = ٢٢٩٠٦١ جنيها.

٣- تحديد متوسط رصيد النقدية المعياري:

$$= \frac{س + ر}{3} + ح$$

$$= \frac{229061 + 209687}{2} + 200,000 \text{ جنيه} = 346249 \text{ جنيها}$$

وتؤكد على القارئ أن الحسابات السابقة ترتبط مباشـرة بإدارة الاستثمار في النقدية وحدها، والسؤال الآن عن كيفيـة استخدام هذه النتائج في إدارة الاستثمار في الأوراق المالية؟

والإجابة على السؤال المطـروح تتمثـل فـي أن إدارة الاستثمار في الأوراق المالية من حيث الشراء أو البيع تعتمد بشكل مباشر على الحسابات المذكورة، ونوضح هذا الأمـر كما يلي:

أ) تقوم إدارة الشركة بشراء كميات إضافية مـن الأوراق المالية عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأقصى الذي تَـم تحديده في الخطوة الثانية وهو ٢٢٩٠٦١ جنيها. فهل يمكننا تحديد الكمية الإضافية من الأوراق المالية الواجب شـراؤها في هذه الحالة؟

الواقع إن هذه الكمية يمكننا تحديدها كما يلي:

كمية الأوراق المالية المطلوب شراؤها =

الحد الأقصى لرصيد النقدية – نقطة الارتداد

= ٢٢٩٠٦١ – ٢٠٩٦٨٧ = ١٩٣٧٤ جنيها

ب) تقوم إدارة الشـركة ببيـع أو تصـفية جـزء مـن استثماراتها في الأوراق المالية عندما يصل رصيد النقدية إلى الحد الأدنى وهو ٢٠٠,٠٠٠ جنيه.

حيث إن:

كمية الأوراق المالية المطلوب بيعها =

نقطة الارتداد – الحد الأدنى لرصيد النقدية

= ٢٠٩٦٨٧ – ٢٠٠,٠٠٠ = ٩٦٨٧ جنيها

وهكذا يمكن لإدارة الشركة الحفاظ على التوازن الأمثـل بين الاستثمارات قصيرة الأجل المرتبطة بكل مـن النقديـة والأوراق المالية، الأمر الذي يعني وفي التحليل النهـائي أن هناك ضرورة – وبصرف النظر عن أسلوب اتخاذ القـرار الخاص بالاستثمار في الأوراق المالية سواء أكان ذلك بنـاء على نماذج رياضية، أو بالاعتماد على التقـدير الشخصـي لإدارة المنشأة – لتحديد أنواع الأوراق الماليـة التـي يـتم الاحتفاظ بها في محفظة أوراقها المالية، حيث إن الأساس هنا يعتمد على التحديد الدقيق للأهداف المخططة للاستثمار فـي الأوراق المالية، والتي تختلف في كثير من الحـالات مـن منشأة لأخرى، وفي المنشأة الواحدة من فترة لأخرى، إلا أن

الأمر وفي التحليل النهائي ينحصر في الحرص على مواجهة احتمالات الحاجة للنقدية وعلاقتها الواضحة بتحديـد هيكـل محفظة الأوراق المالية بالشكل الذي يمكـن المنشـأة مـن: تحقيق ما يلي:

١- الاستفادة من فائض النقدية في تحقيق عائد مناسب خلال فترة عدم الحاجة إليه.

٢- سرعة تحويل الاستثمارات في الأوراق المالية إلى نقدية عند الحاجة إليها، وبدون خسارة ترتبط بهـذا التحويل.

وإلى هذا الحد من عرضنا نكون قد انتهينا من العنصـر الثاني من العناصر الـثلاث السـابق تحديـدها، والخاصـة بالقواعد الأساسية الحاكمة للاستثمار فـي الأوراق الماليـة، ويصبح المجال مهيئًا لتنـاول العنصـر الثالـث والأخيـر والمرتبط بتقويم الاستثمار في الأوراق المالية، والذي نعرض له على النحو التالي:

ج- تقويم الاستثمار في الأوراق المالية:

والواقع إن أسعار الأوراق المالية (بيعا وشراء) تتحدد من خلال كم من المعلومات المرتبطة بهذه الأوراق مثـل القـيم

السابقة والحالية والمتوقعة – أرباح الشـركات المصـدرة – التغيرات المتوقعة في النشـاط الاقتصـادي واتجاهاتـه – والظروف السياسية الحالية والمتوقعة، الأمر الـذي يـرتبط باحتمال عدم دقة المعلومات المـذكورة، وانحرافهـا عـن الحقيقة، الأمر الذي يزيد من أهمية وجود المستثمر الـواعي الذي يتخذ قراراته بناء على معلومات حقيقية بقدر الإمكان.

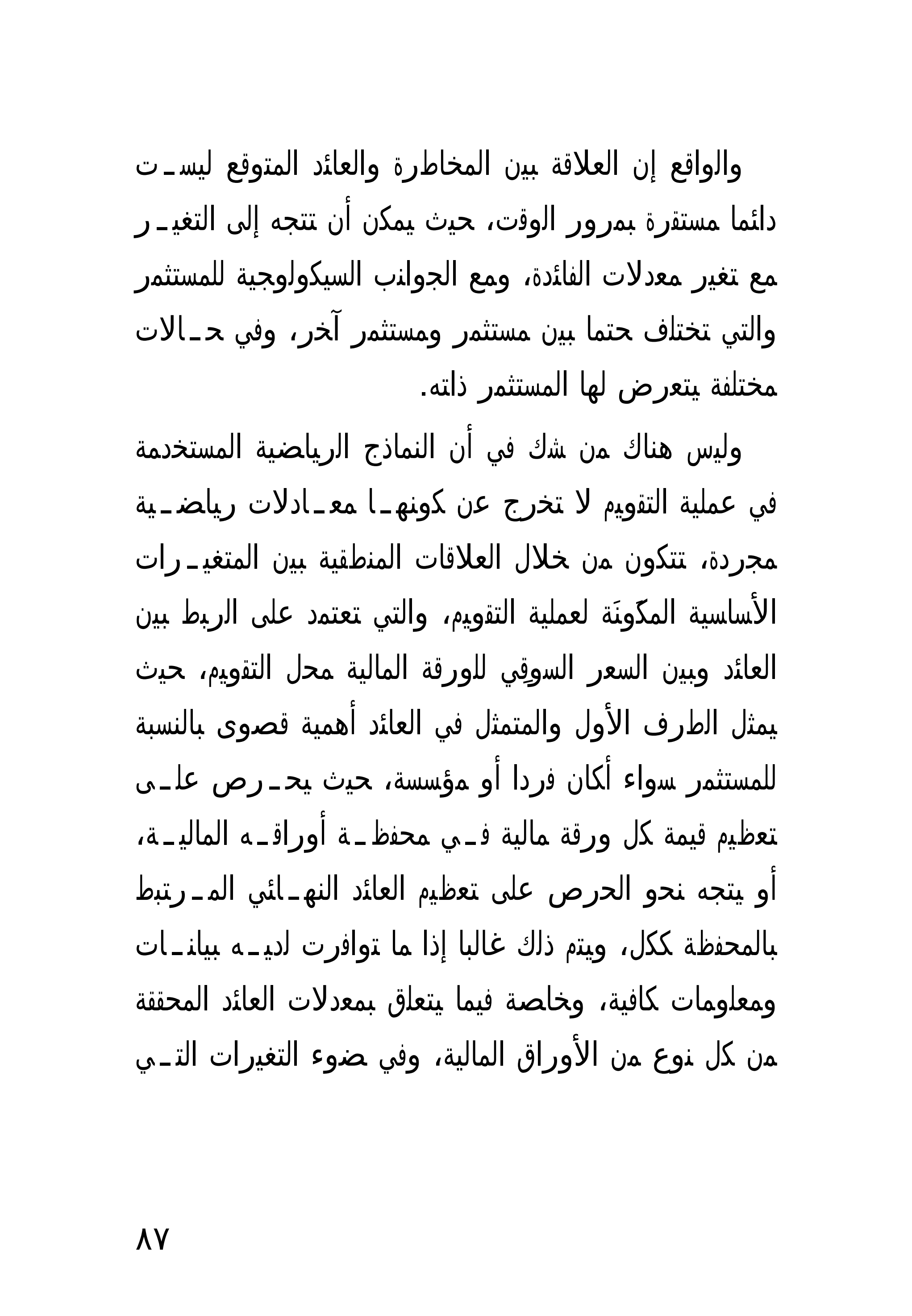
مفهوم وأبعاد عملية التَقْويم:

يقصد بالتقويم ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقة السعر السوقِي للأوراق المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طَردِية بين المخاطرة والعائد المتوقع [(٧)].

إن المستثمر وبشكل عام لا يميل إلى تحمل المخـاطرة، حيث تتجسد هذه الحقيقة في أن المستثمر لن يـتم إغـراؤه بقبول الاستثمار في ورقة مالية ترتبط بدرجـة عاليـة مـن المخاطرة إلا من خلال ارتباطها بمعدل عائد متوقع مرتفع.

---

(٧)James C. Van Horne, Financial Management and Policy, ٧th ec, N: y: prentice – Hall, Inc, p. ٢٢٠.



والواقع إن العلاقة بين المخاطرة والعائد المتوقع ليست دائما مستقرة بمرور الوقت، حيث يمكن أن تتجه إلى التغير مع تغير معدلات الفائدة، ومع الجوانب السيكولوجية للمستثمر والتي تختلف حتما بين مستثمر ومستثمر آخر، وفي حالات مختلفة يتعرض لها المستثمر ذاته.

وليس هناك من شك في أن النماذج الرياضية المستخدمة في عملية التقويم لا تخرج عن كونها معادلات رياضية مجردة، تتكون من خلال العلاقات المنطقية بين المتغيرات الأساسية المكوِّنَة لعملية التقويم، والتي تعتمد على الربط بين العائد وبين السعر السوقِي للورقة المالية محل التقويم، حيث يمثل الطرف الأول والمتمثل في العائد أهمية قصوى بالنسبة للمستثمر سواء أكان فردا أو مؤسسة، حيث يحرص على تعظيم قيمة كل ورقة مالية في محفظة أوراقه المالية، أو يتجه نحو الحرص على تعظيم العائد النهائي المرتبط بالمحفظة ككل، ويتم ذلك غالبا إذا ما توافرت لديه بيانات ومعلومات كافية، وخاصة فيما يتعلق بمعدلات العائد المحققة من كل نوع من الأوراق المالية، وفي ضوء التغيرات التي

حدثت في الماضي يمكنه توقع التغيرات المتوقعـة مسـتقبلا لهذه المعدلات.

ويؤكد سولدوفسكي [٨] على أن جميع النماذج الرياضـية المستخدمة في تقويم المستثمِر للأوراق المالية تتكـون مـن ثلاثة عناصر هي:

- السعر السوقي للورقة المالية.
- التدفق النقدي المتَوقع من وجهة نظر المستثمر.
- معدل الخصم المستخدم.

مع ملاحظة أن عملية التقويم باسـتخدام هـذه العناصـر الثلاثة تعتمد بدرجة أساسية على مفهـوم القيمـة الزمنيـة (الحالية) للنقود Present Value Concept وذلـك نظـرا لطول الفترة الزمنية المستقبلية لاحتفاظ المسـتثمِر بالورقـة المالية في حالة شرائها.

وفي هذا المجال يؤكد جتيمان [٩] على أن السـعر الـذي يقْبل المستثمِر دفْعه للحصول على الورقة الماليـة سـيتحدد

(٨) Soldofsky, Robert, M, Financial Management, N: y: Western, Publishing, Co., ١٩٧٤, p. ٢٣٦.

(٩) Gitman, Op. Cit., P. ٣٠٣.

بحسابه للقيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقع تولـدها من الورقة المالية، والتي تتمثل في توزيعات الأسهم العاديـة والأسهم الممتازة وفوائد السندات، هذا بالإضافة إلى القيمـة الحالية للقيمة المستَردة للورقة المالية بعد مدة زمنية معينـة بالنسبة لكُل من الأسهم العادية والممتازة، وبعد نهاية تـاريخ الاستحقاق بالنسبة للسندات.

ويمكننا الآن تقديم أول النماذج المبسطَة لتقويم الاسـتثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل على النحو التالي:

السعر السوقي للورقة المالية (تقويم المستثمر عند الشراء) = القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع توليدها من الورقة المالية + القيمة الحالية للقيمة المستردة للورقة المالية........... (١)

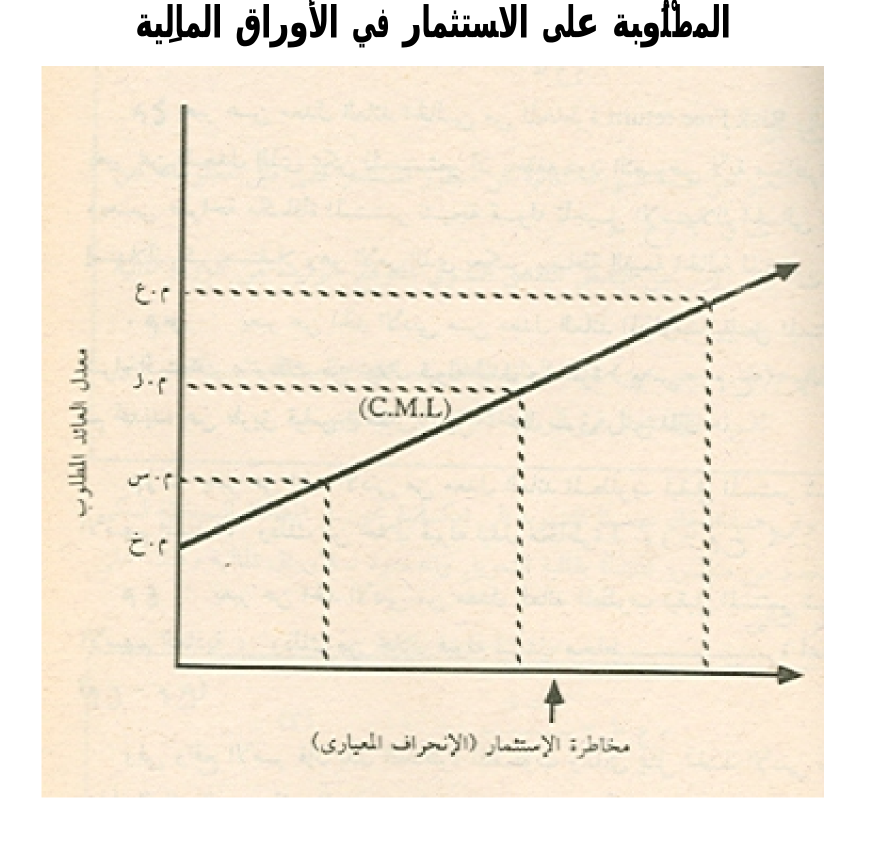
وعودةً إلى العناصر الثلاثة المكونة للنمـاذج الرياضـية المستخدمة في عملية تقويم الأوراق المالية نجد أن إسـهابنا المذكور قد غطى وبقَدرٍ كافٍ عنْصرية الأول والثاني (السعر السوقِي للورقة المالية، والتدفق النقدي المتوقع مـن وجهـة نظر المستثمِر) وعلى الرغم من قناعتنا بتغطيـة العنصـر الثالث والأخير والمتَمثل في معدل الخصـم المسـتخدم فـي عملية التقويم إلا أننا قد رأينا أن الأمر يتطلب قدرا إضـافيا

من التوضيح، حيث إن معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) الذي يستخدمه المستثمر في تحديد القيمة الحاليـة للتـدفقات النقدية المتوقعة من الورقة المالي، يجب أن يعكس صـراحة درجة المخاطرة المتوقعة، والمرتبطة بالورقة المالية محـل التقويم، حيث إنه كلما زادت المخاطرة المتوقعة، كلما ارتفع معدل الخصم المستخدم، وهو الأمر الذي يعنـي أنـه وفـي الأحوال العادية لأي منشأة، فـإن المسـتثمر سـوف يتجـه لاستخدام معدل خصم أكثر ارتفاعا عنـد تقويمـه للأسـهم العادية من ذلك المعدل المستخدم عند تقويمه للسندات. فـي الوقت الذي سيحرص فيه على استخدام معدل خصم يقع بين المعدلين في حالة تقويمه للأسهم الممتازة.

ولقد اشتهر توضيح العلاقة بين معدلات العائد المطلوبـة وبين المخاطر المتوقعة باستخدام خط سوق رأس المـال – C. M. L – (Capital Market Line) والـذي يوضـحه الشكل التالي:

شكل رقم (١)

طبيعة العلاقة بين المخاطرة ومعدلات العائد المطلوبة على الاستثمار في الأوراق المالية



ويتأكد من الشكل السابق أن هناك علاقـة طرديـة بـين مخاطرة الاستثمار كمتَغَير مسـتقل، وبـين معـدل العائـد المطلوب من قِبل المستثمر كمتغير تابع حيث إن:

م خ: يعبر عن معدل العائد الخالي من المخاطرة Risk Free return والذي يعبر عن المعدل الذي يمكن للمسـتثمر أن يحققه دون التعرض لأية مخاطرة، ويعني صراحة مكافأة المستثمر نتيجة قبوله تأجيل الاستهلاك الحالي إلى اسـتهلاك أكبر مستقبلاً، وهو الأمر الذي يعكس ببساطة القيمة الحاليـة للنقود.

م س: يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائـد المطلـوب ليقبل المستثمِر شراء السندات، وذلك من خلال قَبولِه لبـدل مخَاطرة (م س – م خ) والذي تم تحديده عن طريق قيـاس انحِدار (ميل) خط سوق رأس المال.

م ز: يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائـد المطلـوب ليقبل المستثمِر شراء الأسهم الممتازة، وذلك من خلال قبوله لبدل مخَاطرة (م ز – م خ).

م ع: يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب ليقبل المستثمر شراء الأسهم العادية، وذلك من خلال قبوله لبدل مخَاطرة أعلى (م ع – م خ).

وفي واقع الأمر فإن بدل المخاطرة المطلوب والذي يمثل الحد الأدنى من معدل العائد الذي يطلبه المستثمر فوق نقطة م خ سيتوقف على تقييم المستثمر لمدى كون الورقة المالية عاكسة لمخاطرة التضخم Inflation – Risk، ومخاطرة الأعمال Business – Risk، والمخاطرة المالية Financial Risk والمرتبطة بالمنشأة المصدِرة للأوراق المالية محل التقويم.

هذا ويمكننا وفي اتجاه تبسيط أسلوب وطريقة العرض أن نقدم المعادلة الآتية:

$$ق = \frac{ت\ ق}{م\ ع\ ط} \quad \text{..........................} \quad (٢)$$

حيث إن:

ق: تعبر عن قيمة الورقة المالية من منظور المستثمر في ظل معلوماته عن: ت ق، م ع ط.

ت ق: تعبر عن التدفق النقدي السنوي المتوقع تَوِليده من الورقة المالية محلَ التقويم.

م ع ط: يعبر عن معدل العائد المطلـوب مـن جانـب المستثمر كحد أدنى لقبوله الاستثمار في الورقة المالية محلَ التقويم.

وفي هذا المجال يهمنا التنويه إلى إمكانية تحويل المعادلة السابقة لكي تُستخدم من منظور المنشـأة طَالِبـة التمويـل، والمصدِرة للأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

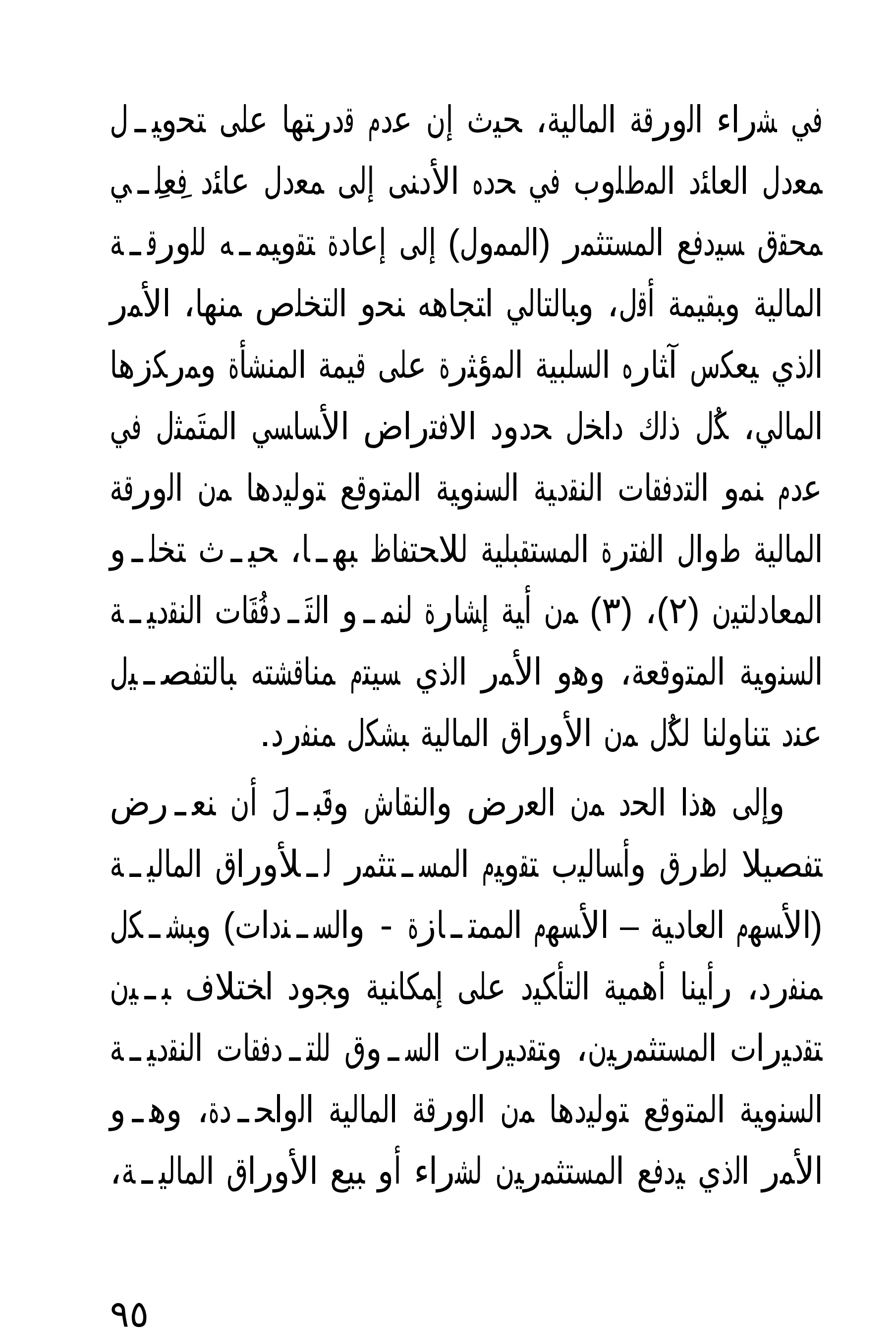
$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} \quad \text{.........................} \quad (٣)$$

أي أن:

$$\textbf{معدل العائد المطلوب من جانب المستثمر} = \frac{\textbf{التدفق النقدي السنوي المتوقع}}{\textbf{القيمة السوقية للورقة المالية}}$$

والسؤال الآن: عن مجال اسـتخدام المنشـأة المصـدرة للأوراق المالية لهذه المعادلة؟

إنها تهدف إلى تحديد الحد الأدنى من معدل العائد علـى الاستثمار الذي يطلبه المستثمر لكي يقبـل شـراء الورقـة المالية، والذي يعكس معدل التكلفة التمويلية التـي تتحملهـا المنشأة ثمنًا لاحتفاظها بالقيمة النقدية التي يدفعها المسـتثمر



في شراء الورقة المالية، حيث إن عدم قدرتها على تحويل معدل العائد المطلوب في حده الأدنى إلى معدل عائد فعلي محقق سيدفع المستثمر (الممول) إلى إعادة تقويمه للورقة المالية وبقيمة أقل، وبالتالي اتجاهه نحو التخلص منها، الأمر الذي يعكس آثاره السلبية المؤثرة على قيمة المنشأة ومركزها المالي، كُل ذلك داخل حدود الافتراض الأساسي المتَمثل في عدم نمو التدفقات النقدية السنوية المتوقع توليدها من الورقة المالية طوال الفترة المستقبلية للاحتفاظ بها، حيث تخلو المعادلتين (٢)، (٣) من أية إشارة لنمو التَدفُقَات النقدية السنوية المتوقعة، وهو الأمر الذي سيتم مناقشته بالتفصيل عند تناولنا لكُل من الأوراق المالية بشكل منفرد.

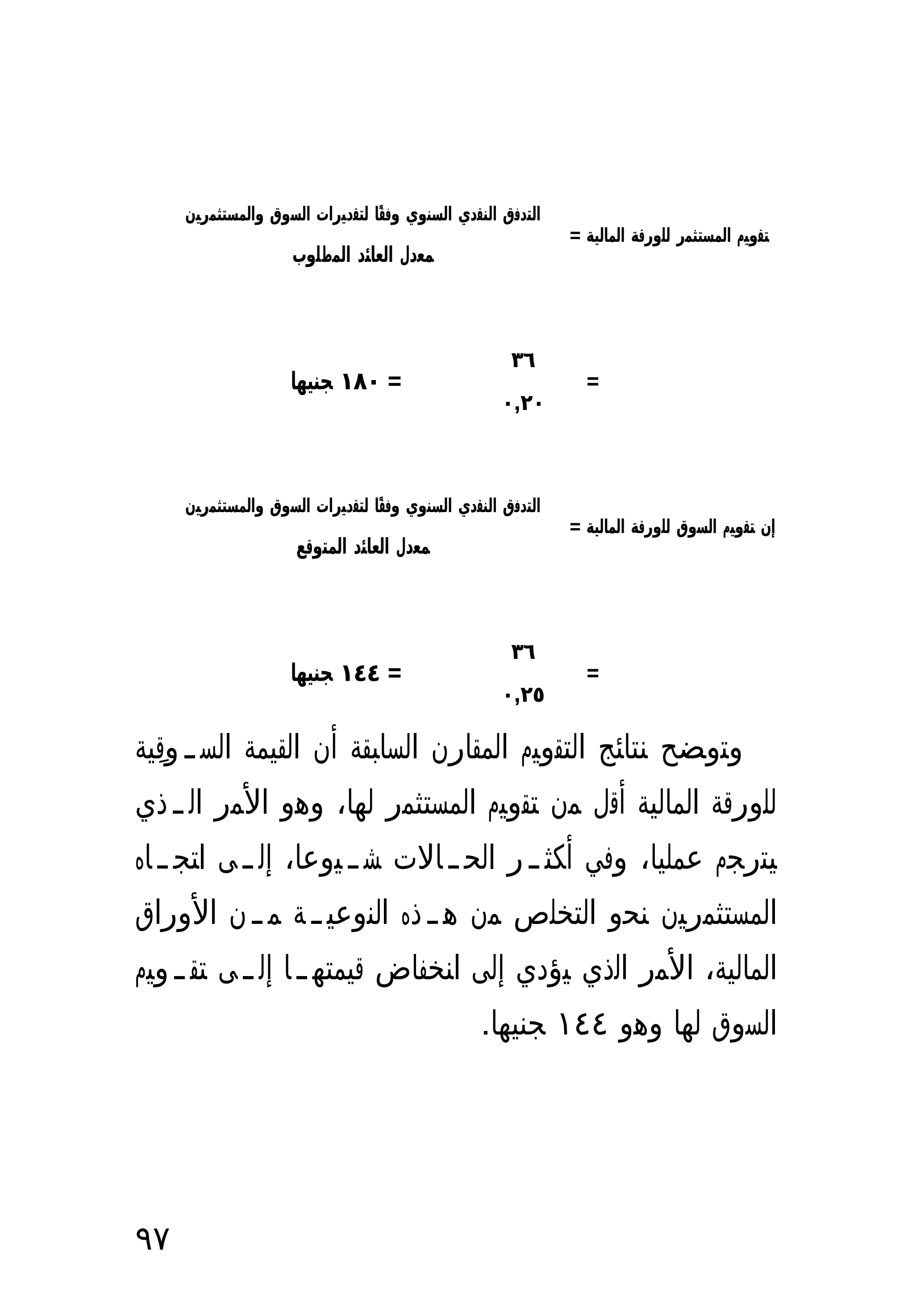
وإلى هذا الحد من العرض والنقاش وقَبلَ أن نعرض تفصيلا لطرق وأساليب تقويم المستثمر للأوراق المالية (الأسهم العادية – الأسهم الممتازة - والسندات) وبشكل منفرد، رأينا أهمية التأكيد على إمكانية وجود اختلاف بين تقديرات المستثمرين، وتقديرات السوق للتدفقات النقدية السنوية المتوقع توليدها من الورقة المالية الواحدة، وهو الأمر الذي يدفع المستثمرين لشراء أو بيع الأوراق المالية،

هذا بالإضافة إلى إمكانية وجـود اخـتلاف بـين تقـديرات الطرفين لمعدل الخصم، وهي الحالة الأكثر شيوعا في مجال الممارسة العملية والتي دائما ما تكون لها تـأثير جـوهري لا يمكِن إغفاله على حركة الأوراق المالية في أسـواق رأس المال، هذا ويمكننا تقديم حـالتين بـديلتين للاخـتلاف بـين تقديرات السوق، وتقديرات المستثمرين لمعدل الخصم، وذلك على النحو التالي:

الحالة الأولى: تتمثل في انخفـاض معـدل العائـد المطلوب عن معدل العائد المتوقع:

حيث يقصد بمعدل العائد المطلوب ذلـك المعـدل الـذي يطلبه المستثمِر كحد أدنى لكي يقبل شراء الورقة المالية محل التقويم، في حين يقصد بمعدل العائد المتوقع: تقديرات السوق لمعدل العائد المتوقع تحقيقه من ورقة مالية تتماثل مع الورقة المالية محلَ التقويم من منظور المخاطرة.

فإذا افترضنا أن معدل العائد المطلوب ٢٠ % في حين أن معدل العائد المتوقع ٢٥ % مع عـدم اخـتلاف تقـديرات الطرفين فيما يتعلق بالتدفقات السنوية للورقة المالية، ولـتكن ٣٦ جنيها مثلا فنجد أن:



$$\text{تقويم المستثمر للورقة المالية} = \frac{\text{التدفق النقدي السنوي وفقًا لتقديرات السوق والمستثمرين}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

$$= \frac{٣٦}{٠,٢٠} = ١٨٠ \text{ جنيها}$$

$$\text{إن تقويم السوق للورقة المالية} = \frac{\text{التدفق النقدي السنوي وفقًا لتقديرات السوق والمستثمرين}}{\text{معدل العائد المتوقع}}$$

$$= \frac{٣٦}{٠,٢٥} = ١٤٤ \text{ جنيها}$$

وتوضح نتائج التقويم المقارن السابقة أن القيمة السوقية للورقة المالية أقل من تقويم المستثمر لها، وهو الأمر الذي يترجم عمليا، وفي أكثر الحالات شيوعا، إلى اتجاه المستثمرين نحو التخلص من هذه النوعية من الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها إلى تقويم السوق لها وهو ١٤٤ جنيها.

الحالة الثانية: وتتمثل في انخفـاض معـدل العائـد المتوقع عن معدل العائد المطلوب:

فإذا افترضنا أن معدل العائد المطلوب ٣٠ % في حين أن معدل العائد المتوقع ٢٠ %، مع عـدم اخـتلاف تقـديرات الطرفين فيما يتعلق بالتدفقات النقدية السنوية للورقة الماليـة ولتكن ٥٠ جنيها مثلاً فنجد أن:

تقويم المستثمر للورقة المالية = $\frac{٥٠}{٠,٣٠}$ = ١٦٧ جنيها

تقويم السوق للورقة المالية = $\frac{٥٠}{٠,٢٠}$ = ٢٥٠ جنيها

وتوضح المقارنة أن القيمة السوقية للورقة المالية أعلـى من تقويم المستثمِر لها، وهو الأمر الذي يترجم عملِيا وفـي أكثر الحالات شيوعا إلى زيادة حجم طَلَبِ المستثمرين علـى شراء هذه النوعية من الأوراق المالية، الأمر الـذي يـؤدي وفي التحليل النهائي إلى ارتفاع قيمة الورقة الماليـة لتصـل إلى سعرها السوقي وهو ٢٥٠ جنيها، وذلك على افتـراض ثبات الكمية المعروضة منها في سوق رأس المال.

ونعتقد أن المجال أصبح مهيئًا الآن لأن نعرض تفصـيلا لكيفية تقويم كُل نوع من الأوراق المالية على حـدة، وذلـك على الوجه التالي:

تقويم الأسهم العادية:

Common stock Returns and Valuation:

تشير الدراسات والكتابات الحديثة فـي مجـال التمويـل والمستمدة من واقع الممارسة العملية إلى التزايـد المسـتمر والمتنامي في قيم الأسهم العادية المتداولة في أسـواق رأس المال، حيث يمثل شراء المستثمرين لها إحدى أهـم الطـرق الشائعة للسيطرة على القوة الشرائية وحمايتها من التنـاقص بفعل تأثير التضخم، الأمر الذي يحتم زيادة معدل النمو فـي قيمته عن معدل التضخم، وهو الأمر الذي يحتم إثارة قضـية النمو عند التصدي لتقويم الأسهم العادية، مما يعنـي حتْمِيـة إسقاطنا لافتراض بقاء مكاسبها المتوقعة كما هي دون تغيير في المستقبل، كما هو الحال السـائد عنـد تقـديم السـندات والأسهم الممتازة.

ولقد كانت عملية تقويم الأوراق المالية وخاصة الأسـهم العادية، وتقدير عوائدها تتم على أساس تقديري لكـل مـن العلاقة بين المكاسب المتوقعة، والسـعر السـوقي للسـهم، وكذلك العلاقة بين التوزيعات المتوقعة والسعر السوقي، حيث لم يكن هناك نموذج معين للتقويم يتصف بالاتفاق أو القبـول العام، في الوقت الذي ارتبط فيه الفكـر المـالي المعاصـر بظهور العديد من النماذج الرياضية التي تأخذ في اعتبارهـا التدفق النقدي المتوقع من السهم والتي تمتعت بمساحة كبيرة من القَبول وشُيوع الاستخدام، ومنها نمـاذج معـدل العائـد الداخلي ونموذج Markowitz والذي عرف بنموذج العائـد السنوي، والذي يمثل ركنًا أساسيا في النظرية الحديثة لإدارة محفظة الاستثمارات Portfolio Management حيث يـتم تحليل الأسهم العادية الفردية كجزء من كُل محفظة الأوراق المالية التي قد يحتفظ بها المستثمِر.

ولاعتبارات تتعلق بحجم هذا الكتاب فسوف نقتصر فـي عرضنا على محاولة الاهتمام بتقديم نماذج التقـويم الأكثـر شيوعا وقبولاً في الفكر المالي المعاصر، وذلك على الوجـه الآتي:

النَموذج الأول لتَقْويم الاستثمار في الأسهم العادية:

يمكننا صياغة هذا النموذج على الوجه الآتي:

$$ق\ ع = \frac{ت\ ١}{م\ ع\ ط} \quad \text{.................. (٤)}$$

حيث إن:

ق ع: تمثل قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمِر في ظل معلوماته عن: ت، م ع ط.

ت١: عبارة عن التوزيع السنوي المتوقع بعد نهاية سنة من شرائه.

م ع ط: عبارة عن معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية.

فإذا افترضنا أن معدل العائد المطلوب من جهة المستثمرين المرتقبين لشراء الأسهم العادية ٤٠ %، وأن التوزيع السنوي المتوقع ٦٠ جنيها للسهم، فيمكننا تطبيق النموذج رقم (٤) على الوجه التالي:

$$ق_{ع} = \frac{٦٠}{٠,٤٠} = \text{١٥٠ جنيها}$$

ويعني هذا التقويم أن المستثمر المرتَقَب يمكنه شراء هذا السهم بمبلغ ١٥٠ جنيها (كحد أقصى) على أن يحصل سنويا على معدل عائد ٤٠ % يتحقق من خلال توزيعـات سـنوية قدرها ٦٠ جنيها للسهم.

واعتمادا على البيانات المتَاحة في هذا المثال الافتراضي يمكننا إثارة القضايا الفكرية التالية:

القضية الأولى: أن قيمة التوزيع النقدي السنوي المتَوقـع (ت١) والمحددة في مثالنا الافتراضي بـ ٦٠ جنيها للسـهم العادي الواحد، يمثل في واقع الأمر ومـن خـلال تسـميته (المتَوقع) ذلك التيار الذي يبدأ أوله بعد سنة كاملة من شراء المستثمِر للسهم العادي الجديد، وهـو الأمـر الـذي يعنـي وبالضرورة أن هناك قيمة معينة للتوزيع الحـالي للأسـهم العادية المتداولة قبل الإصدارات الجديـدة للمنشـأة طالبـة التمويل، والتي نرمز لها بالرمز (ت صفر) والتي غالبـا مـا تكون ٦٠ جنيها للسهم أو أقل، حيـث يبنِـى المسـتثمرون توقعاتهم على أساس استقرارها أو زيادتها، وهو الأمر الذي يعني في النهاية أن تقدير المستثمرين لقيمـة (ت ١) تعتمـد

أساسا على تحليلهم لقيمة (ت صفر) وذلك بالنسبة للمنشأة التي لها تاريخ أعمال سابق بالطبع.

والواقع إن المشْكِلَة تنحصر هنـا فـي إمكانيـة حـدوث اختلاف بين قيمتي (ت ١) المتوقعة والفعلية، وهو أمر كثيـر الحدوث في مجال الممارسة العملية، والذي يعكس تأثيره في إعادة تقويم المستثمر للسهم العادي بعد نهاية السنة الأولـى من حيازته. فإذا افترضنا أن قيمة (ت ١) الفعلية قد تحققـت بقيمة أعلى من قيمة (ت ١) المتوقعة، وبمعدل ٢٥ % فـإن النتيجة المتوقعة أن يعيد المستثمر تقويم استثماره فـي هـذا السهم بقيمة أعلى، والتي يمكن قياسها باستخدام النموذج رقم (٤) على الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{\text{٦٠} \times \text{١٢٥ \%}}{\text{٠,٤٠}} = \text{١٨٧,٥ جنيها}$$

الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم في أسواق رأس المال من ١٥٠ جنيها إلى ١٨٧,٥ جنيها وذلك كنتيجة منْطِقِية لاختلاف تقديري المستثمر والسـوق للتوزيعـات السـنوية، والتي سبق لنا إيضاحها والذي يتم ترجمته عمليا إلى اتجـاه

المستثمرين للاهتمام بهذه النوعية من الأسهم والحرص على الاحتفاظ بها.

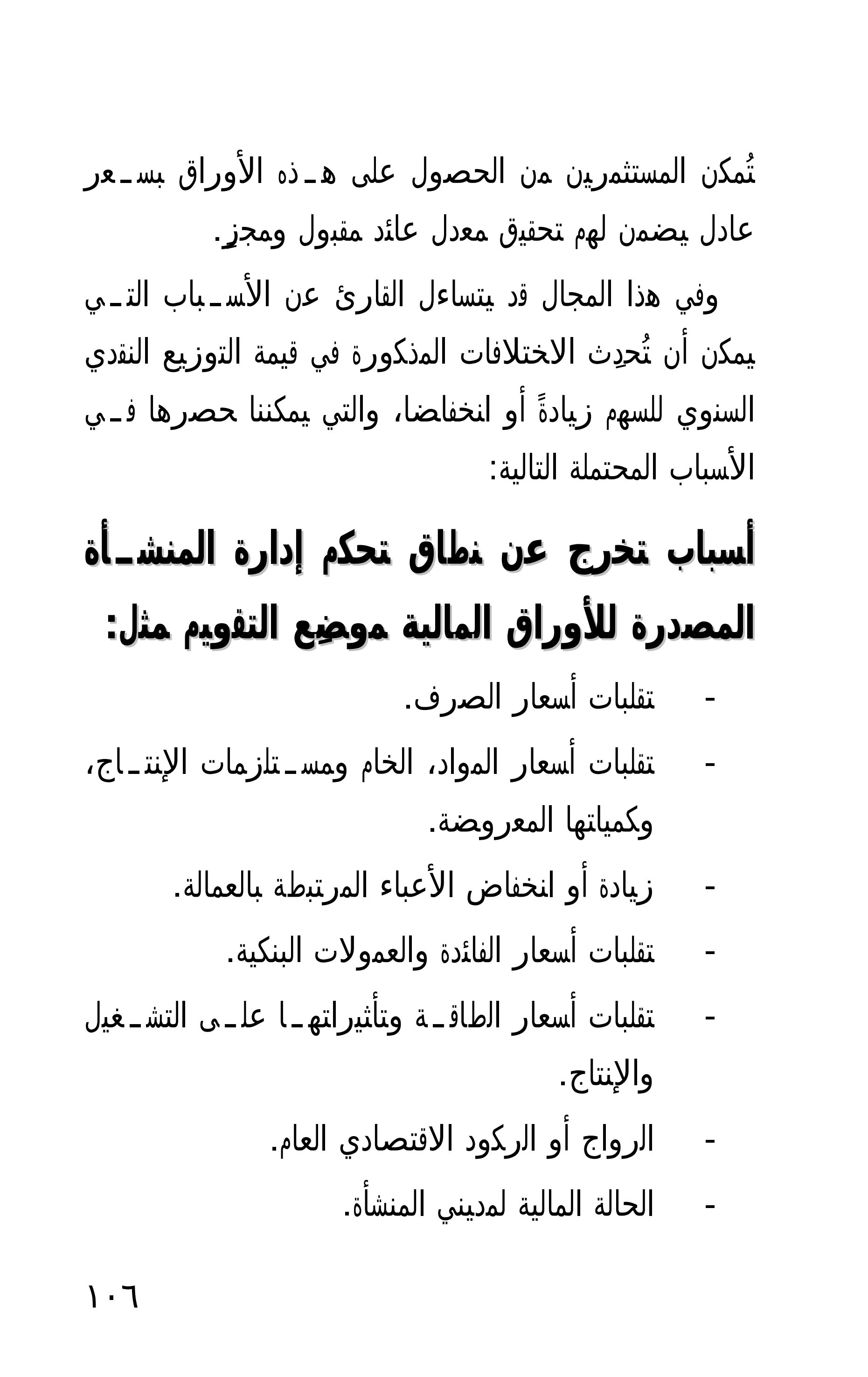
ومن المنطقي أن الاتجاه العكسي والمتمثل فـي إمكانيـة انخفاض قيمة (ت ١) الفعلية عن قيمتها المتَوقعة بمقـدار ١٠ جنيهات مثلا، سوف ينتج عنـه إعـادة تقـويم المسـتثمِر للاستثمار في هذا السهم وبقيمة أقل، والتي يمكن قياسها أيضا باستخدام النموذج رقم (٤) على الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{٦٠ - ١٠}{٠,٤٠} = ١٢٥ \text{ جنيها}$$

وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم في أسواق رأس المال من ١٥٠ جنيها إلى ١٢٥ جنيهـا، والـذي يـتم ترجمته عمليا إلى اتجاه المستثمرين نحو التخلص من هـذا الاستثمار، فتزيد الكميات المعروضـة منـه عـن كمياتـه المطلوبة لينخفض السعر إلى ١٢٥ جنيها فقط.

وفي واقع الأمر نجد أن قضيتنا الأولى والمثَـارة حاليـا والمتَعلقَة باحتمالات حدوث اختلافات بين قيمتـي التوزيـع النقدي السنوي المتوقع والفعلي، زيادةً أو انخفاضا تحتاج إلى الكثير من الجهد من جهة المستثمرين للوقوف على الأسباب

الحقيقية لهذه الاختلافات، والذي يتطلب توافر قدر من البيانات والمعلومات الحقيقية عن المركز المالي للشركة المصدِرة للأسهم العادية موضِع التقويم، والتي يمكن الحصول عليها من خلال أسواق رأس المال المتصِفَة بالكفاءة، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال من خلال توافر كم من المعلومات المرتبطة بهذه الأوراق مثل: القيم السابقة والحالية، وحجم أرباح الشركات المصدِرة، وموقفها المالي في سوق الأعمال، بالإضافة إلى تقلبات النشاط الاقتصادي، واتجاهاته الحالية والمتوقعة، والظروف والأحوال السياسية الحالية والمتوقعة.. إلخ.. وهو الأمر الذي يجعلنا نُحدد مفهوم سوق رأس المال الكفء داخل إطار تَمتعه بإمكانية توفير كل المعلومات الصحيحة المرتبطة بالأوراق المالية المتداولة فيه بالشكل الذي يحدد أسعارها العادلة لكل من بائعيها ومشتريها، حيث تتمكن الشركات المصدِرة من بيع الأوراق المالية بسعر عادل يمكنُها من الحصول على احتياجاتها من التمويل المطلوب في ظل تكلفة تمويلية مقبولة، وفي ذات الوقت

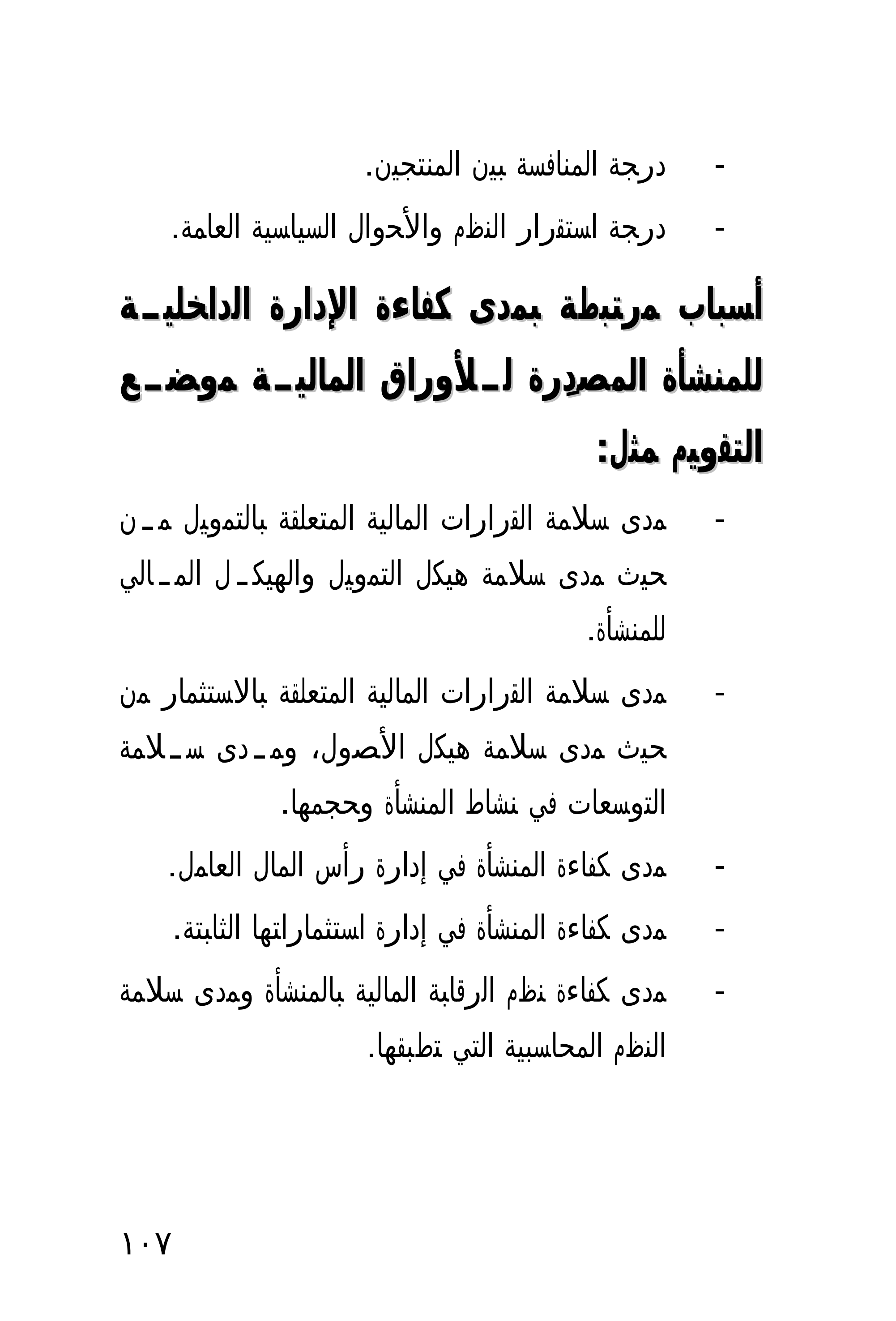


تُمكن المستثمرين من الحصول على هـذه الأوراق بسـعر عادل يضمن لهم تحقيق معدل عائد مقبول ومجزٍ.

وفي هذا المجال قد يتساءل القارئ عن الأسـباب التـي يمكن أن تُحدِث الاختلافات المذكورة في قيمة التوزيع النقدي السنوي للسهم زيادةً أو انخفاضا، والتي يمكننا حصرها فـي الأسباب المحتملة التالية:

أسباب تخرج عن نطاق تحكم إدارة المنشـأة المصدرة للأوراق المالية موضِع التقويم مثل:

- تقلبات أسعار الصرف.
- تقلبات أسعار المواد، الخام ومسـتلزمات الإنتـاج، وكمياتها المعروضة.
- زيادة أو انخفاض الأعباء المرتبطة بالعمالة.
- تقلبات أسعار الفائدة والعمولات البنكية.
- تقلبات أسعار الطاقـة وتأثيراتهـا علـى التشـغيل والإنتاج.
- الرواج أو الركود الاقتصادي العام.
- الحالة المالية لمديني المنشأة.



- درجة المنافسة بين المنتجين.
- درجة استقرار النظم والأحوال السياسية العامة.

أسباب مرتبطة بمدى كفاءة الإدارة الداخليـة للمنشأة المصدِرة لـلأوراق الماليـة موضـع التقويم مثل:

- مدى سلامة القرارات المالية المتعلقة بالتمويل مـن حيث مدى سلامة هيكل التمويل والهيكـل المـالي للمنشأة.
- مدى سلامة القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار من حيث مدى سلامة هيكل الأصول، ومـدى سـلامة التوسعات في نشاط المنشأة وحجمها.
- مدى كفاءة المنشأة في إدارة رأس المال العامل.
- مدى كفاءة المنشأة في إدارة استثماراتها الثابتة.
- مدى كفاءة نظم الرقابة المالية بالمنشأة ومدى سلامة النظم المحاسبية التي تطبقها.

- مدى كفاءة الجهاز القائم على مراجعة الجودة على منتجات المنشأة.
- مدى كفاءة الوظائف التسويقية بالمنشأة.
- مدى كفاءة جهاز التحصيل بالمنشأة.
- مدى كفاءة الهيكل التنظيمي بالمنشأة.
- مدى كفاءة إدارة المنشأة في معالجة التغيرات والمؤثرات الخارجية عند حدوثها.
- مدى كفاءة نظم الرقابة على المخزون بالمنشأة.
- مدى كفاءة جهاز الشراء بالمنشأة.

ونؤكد هنا على أهمية تبني المستثمرين لمنهجية البحث العلمي Research Methodology وفي صورتها المبسطة، وذلك عند تصديهم لتحديد السبب أو الأسباب الحقيقية للاختلافات التي تحدث بين قيمتي التوزيع النقدي السنوي الفعلي والمتوقع، والمتمثلة في تعامله مع هذه الاختلافات في حدود كونها مجرد ظواهر Phenomena سلبية أو إيجابية تتطلب جهدا تحليليا للتوصل إلى أسبابها الحقيقية، تبدأ بتبني عدد من الأسباب المحتملة كالتي سبق ذكرها تفصيلا، والتي تم تحديدها في مجالين أساسيين وهما:

الأسباب المحتملة والخارجة عن نطاق تحكم إدارة المنشـأة المصدرة للأوراق المالية محل التقويم، بالإضافة إلى الأسباب المحتملة الأخرى والمرتبطة بمدى كفـاءة الإدارة الداخليـة للمنشأة المصدرة لهذه الأوراق المالية، والتي يطلق عليها في مجال البحث العلمي اصـطلاح الفـروض Hypotheses، حيث تأتي مرحلة صياغة الفروض بعد الانتهاء من مرحلـة التحديد الدقيق للظاهرة أو المشكلة موضع البحث، حيث يبدأ البحث في موضوع يرتبط بعدم الوضوح أو عـدم المعرفـة عن موقف معين أو موضوع ما مع عدم التأكد مـن أشـياء محددة وقاطعة، فتأتي هذه المرحلة التي ترتبط باتباع أسلوب التجربة والخطأ داخل نطاق مخطط وغير عشوائي، يطلـق عليها مرحلة وضع الفروض، والتي تعني تحديد عـدد مـن التوقعات التي لم يتم التأكد من صحتها بعد، حيـث ينتهـي الجهد البحثي إما بالتثبت من صـحتها، أو عـدم صـحتها، أو صحة بعضها وعدم صحة الـبعض الآخـر، أو صـحة الفرض ذاته بنسبة غير كاملة.

إن ما سبق ذكره يؤكد على أهمية الربط بين عملية التقويم وبين نشاط التحليل المالي الأساسي للمركز المالي للمنشأة المصدِرة للأوراق المالية.

القضية الثانية: ترتبط هذه القضية أيضا بقيمة التوزيع النقدي السنوي المتوقع للسهم العادي ($\text{ت}_{١}$) والذي يمثل بسط المعادلة الأساسية للتقويم، والذي افترضنا، وحتى الآن ثبات قيمته وعدم نموها طوال فترة الاحتفاظ بالسهم العادي، وهو الأمر الذي يتعارض تماما مع ما سبق أن أكدنا عليه من احتلال الأسهم العادية لمكانة متميزة في أسواق رأس المال كواحد من أهم المجالات الاستثمارية المتاحة لحماية القوة الشرائية للنقود من التناقص فعل تأثير التضخم، وهو الأمر الذي يحتم ارتباط توزيعاتها السنوية بمعدل للنمو ويتجاوز معدل التضخم السنوي، وهو الأمر الذي يحتم تعديل النموذج السابق لاستيعاب معدل النمو، وذلك على الوجه التالي:

النموذج الثاني لتقويم الاستثمار في الأسهم العادية:

ويمكننا صياغة هذا النموذج على الوجه التالي:

$$\text{ق ع} = \frac{\text{ت صفر}\ (١ + \text{م ق})}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

أو:

$$ق ع = \frac{ت ١}{م ع ط - م ق} \quad .... (٥)$$

حيث إن:

ق ع: قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمِر في ظل معلوماته عن: ت ١، م ع ط، م ق.

ت ١: عبارة عن التوزيع السنوي المتَوقع بعد نهاية سنة من شرائه (ت صفر بمعدل نمو م ق).

م ع ط: عبارة عن معدل العائد المطلـوب مـن حملـة الأسهم العادية.

م ق: عبارة عن معدل النمو المتوقع في أرباح التوزيـع والذي يتصف بالثبات والانتظام.

ولمزيد من الإيضاح نعـود إلـى اسـتخدام المعلومـات الافتراضية الواردة في المثال السابق والتي تم تطبيقها علـى النموذج رقم (٤)، وبإضافة معلومة عن معدل النمو المتوقع (م ق) وليكن ١٠ % يمكننا تقويم الاستثمار في السهم العادي باستخدام النموذج رقم (٥) على الوجه التالي:

$$\text{ق}_{\text{ع}} = \frac{\text{ت}_{١}}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

$$\text{ق}_{\text{ع}} = \frac{٦٠}{٠,٤٠ - ٠,١٠} = ٢٠٠ \text{ جنيه}$$

وبالمقارنة بين نتائج تطبيـق النمـوذجين رقمـي ٤، ٥ والمرتبطة بتقويم المستثمِر للسهم العادي يتأكـد أن إدخـال معدل النمو المتوقع في حسابات التقويم قد نتج عنـه زيـادة قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمِر من ١٥٠ جنيها إلى ٢٠٠ جنيه، وهو الأمر الذي يؤَكد على أهميـة احتـواء نموذج تقويم الاستثمار في الأسهم العاديـة كمجـال يسـمح باستيعاب آثار التضخم على معدل النمو المتوقع.

وأيضا ولمزيد من الإيضاح نوجه الانتباه إلى أن:

$$\text{ت}_{١} = \text{ت}_{\text{صفر}} (١ + \text{م}_{\text{ق}})$$

أي أن قيمة التوزيع السنوي المتوقع بعد نهاية سنة مـن شراء المستثمر للسهم سيتعادل مع قيمـة التوزيـع الحـالي مضافًا إليه قيمة معدل النمو، وهو الأمر الذي يعني أن قيمة التوزيع الحالي للسهم (ت $_{\text{صـفر}}$) تبلـغ ٥٤,٥٥ جنيهـا، وأن

نموها بمعدل ١٠ % سيصل بها إلى ما قيمته ٦٠ جنيها في نهاية السنة الأولى من شراء المستثمر للسهم.

وسنقوم الآن باشتقاق نموذج آخر من النمـوذج السـابق عرضه رقم (٥) ليظهر كما يلي:

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت}_{١}}{\text{ق}_{\text{ع}}} + \text{م ق} \quad .... (٦)$$

ويعني التعبير اللفظي لهذا النموذج أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية} = \frac{\text{قيمة التوزيع السنوي المتوقع}}{\text{السعر الجاري السوقي للسهم الواحد}} + \text{معدل النمو المتوقع}$$

وبالتطبيق الكمي على بيانات المثال السابق نجد أن:

$$\text{٤٠ \%} = \frac{٦٠}{٢٠٠} + \text{١٠ \%}$$

والسؤال الذي يطرح نفسه الآن يتعلق بمدلول واسـتخدام هذا النموذج المشتق؟

وللإجابة على هذا السؤال يمكننا التأكيد على أن مـدلول النموذج يمكن تحديده من خلال التركيز على الطرف الأيمن من المعادلة المكونة للنموذج والذي نجده هنـا متمـثلاً فـي معدل العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية، **والذي يعكس اهتمام إدارة المنشأة طالبة التمويل، والمصـدِرة للأسـهم**

العادية، والتي تحرص على قياس وتحديد التكلفة التمويليـة الحدية والمرتبطة بالإصـدارات الجديـدة للأسـهم العاديـة والمتمثلة هنا في معدل العائد المطلـوب مـن المسـتثمرين المتوقع حيازتهم لهذه الأسهم، والذي يعكس من وجهة نظرهم تَكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost والتي تعني فـي صورتها العامة (قيمة المورد في أقيم حالاته) والذي يعني ـ ومن منظور المستثمر حائز السهم العادي ـ أعلـى معـدل عائد على هذه الأسهم يمكِن تحقيقه من خلال أسـهم مماثلـة صادرة من منشآت تَعمل في نفس مجال النشـاط، وتحـوي نفس القَدر من المخَاطَرة.

يتبين مما سبق أن هذا النموذج قد تَم اشتقاقه ليستخدم من جانب المنشأة المصدِرة للأسهم العادية، والتي تحرص مـن خلال استخدامه على **قِياس تَكْلُفـة الاحتفـاظ بالمسـاهمين حائزي أسهمها العادية من خلال حتْمِية احتـرام رغبـاتهم** وتوقعاتهم، والحِرص على تحويلها إلى أمر واقع على الأقل، ممثلا في جعل الفرصة البديلة أمامهم مساوية للصفر، بمعنى أن تكون استثماراتهم في أسهمها تحقق عائدا لا يقـل عـن مثيلاتها في النشاط ودرجة المخاطرة.

وفي مثالنا هذا فإن عدم قُدرة المنشأة على تحقيق معـدل عائد على الاستثمار لحملة الأسهم العادية ٤٠ % كحد أدنـى سوف يؤدي إلى حدوث العديد مـن الانعكاسـات السـلبية المؤثرة على مركزها المالي، وقدرتها على الاستمرار فـي دنيا الأعمال، أهمها اتجاه القِيم السوقية لأسهمها العادية نحو الانخفاض في أسواق رأس المال، وبالتالي إلى انخفاض قيمة المنشأة ذاتها، حيث اتفقت الكتابات المكّونَـة للفكـر المـالي المعاصر على أن تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم قيمـة أسهمها العادية هو الهدف المالي الأكثر قبولا.

هذا عن تفسير مدلول الطرف الأيمن المكون للنموذج رقم (٦)، فما هو الأمر بالِنسبة لطَرِفه الأيسر؟

$$\left(\frac{ت_١}{ق_ع} + م_ق \right)$$

الواقع إنه إذا كان الطرف الأيمن وكما سبق أن أوضحنا يعبر عن الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب من جانـب حائزي الأسهم العادية على استثماراتهم فيها، والـذي يمثـل تكلفة تمويلية بالنسبة للمنشأة المصدرة لهذه الأسهم، يمكننـا التأكيد على أن الطرف الأيسر من هـذا النمـوذج موضِـع النقاش يعكس النتائج المالية المحققة، أو الواجـب تحقيقهـا

وكذلك السياسات المالية المطبَقة أو الواجـب تطبيقهـا مـن جانب إدارة المنشأة المصدِرة للأسهم العادية لكي تتمكن مـن الاحتفاظ بمساهميها حائزي هذه الأسهم.

وبمراجعة مكّونَات الطرف الأيسر من النموذج رقـم (٦) نجده مكّونًا من جزئين: **أولهـا** يعبر عن العلاقة بين قيمـة الأرباح الموزعة للسهم بين السعر الجاري السـوقِي للسـهم العادي ($\frac{ت_{١}}{ق_{ع}}$) في حين يعبر **جزؤه الثاني** عن معدل النمو المتوقع ($م_{ق}$)، ونعتقد أن كلاهما يحتاج إلى مزيد مـن التوضيح.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين قيمة الأرباح الموزعـة للسـهم، وبين السعر الجاري السوقِي للسهم العادي ($\frac{ت_{١}}{ق_{ع}}$).

فننوه إلى تركيز اهتمامنا في بسط هذه العلاقة والمتمثـل في قيمة الأرباح الموزعة أو المتوقع توزيعها بعد نهاية سنة كاملة من حيازة المستثمر للسهم العادي، والتي تتحدد منطقيا كنتيجة مباشرة لمحصلة التفاعل النهائي بين عاملين اثنـين: **أولهما** النتائج المالية التي حققتها المنشأة المصدِرة أو المتوقع تحقيقها والمتمثلة في قيمة الأرباح الصافية (الخسائر) القابلة للتوزيع، **وثانيهما** يتمثل في سياسة توزيـع الأربـاح التـي

تطبقها المنشأة المصدِرة حاليا وما يمكـن أن تكـون عليـه مستقبلاً.

وفيما يتعلق بالعامل الأول - والمتعلق بقيمـة الأربـاح الصافية القابلة للتوزيع - فهي المحصـلة النهائيـة لـلأداء الإداري للمنشأة بمختلف جوانبه ومدى كفاءته وفعاليته، حيث تمتد الجوانب المذكورة للأداء الإداري لتشمل تلك المتعلقـة بالوظائف الإنتاجية – البيعِيـة والتَسـويقِية – المشـتريات والمخازن – بالإضافة إلى الوظيفة المالية، كل ذلـك داخـل نطاق الإدارة العليا للمنشأة، حيث يمكننا التأكيد على العلاقـة الطَردِية الواضحة بين كفاءة الأداء الإداري، وبـين النتـائج المالية المحققة أو المتوقعة، والتي تتحدد مـن خـلال قيمـة صافي الأرباح القابلة للتوزيع (وذلك بافتراض ثبات العوامل الأخرى) والتي تلعب دورا مؤثرا في تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولـة فـي أسواق رأس المال.

وفي هذا المجال يهمنا التأكيد على حتمية التكامل الواضح فيما بين كفاءة الوظائف المذكورة والمكَونَة لـلأداء الإداري الشامل، هذا بالإضافة إلى التأكيد على اهتمامنـا بالوظيفـة

المالية، والتي تمتد بطبيعتها لتتغلغل داخل مكونات الوظائف المكونة للأداء الإداري، حيث تعتبر وظيفة استشـارية يقـع عبء أدائها وبالكامل على الإدارة العليا للمنشأة، والتي تعني في مفهومها المعاصر مجموعة القرارات والتصرفات المالية التي تؤدي إلى تحقيق الأهداف المالية للمنشأة، حيث يمكننـا النظر إليها وبالمفهوم المذكور على أنها مجموعة القـرارات المالية التي تتعلق بالتمويل والاستثمار.

وفيما يتعلق بالعامل الثـاني المحـدد لقيمـة الأربـاح الموزعة للسهم والمتمثل في سياسـة توزيـع الأربـاح – Divident Policy – فهي تلك السياسة التي تحـدد ذلـك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك، وذلـك الجـزء الذي يتم احتجازه والذي يمثل مصدرا هاما لتمويل التوسعات الاستثمارية في المنشآت القائمة.

والواقع إن الفكر المالي النظري والتطبيقي يتضمن العديد من السياسات المالية التي لها تأثيرها المباشـر علـى قيمـة المنشأة، وعلى مدى قدرتها على البقاء في دنيـا الأعمـال، ومنها تلك السياسات المالية المتعلقة بكيفية التصـرف فـي الأرباح القابلة للتوزيع التي تخص وبكامل قيمتهـا المـلاك،

أو المساهمين حملة الأسهم العادية، حيث تدور تلك السياسات حول عِدة سياسات بديلة **أولها** توزيع الأرباح وبكامل قيمتها على المساهمين، **وثانيها** احتجاز الأربـاح بكامـل قيمتهـا واستخدامها كمصدر لتمويل الاستثمارات الإضافية المقْتَرحة. **أما البديل الأخير** والذي يمثل الحالة الأكثر شيوعا فيتمثل في الجمع بين التوزيع والاحتجاز، حيث تَكْمن المشكلة هنا فـي إقرار الهيكل النهائي الذي يجمع بين التوزيـع والاحتجـاز، حيث تختلف الآثار الناتجة عن هيكل توزيعي معـين عـن الآثار الناتجة عن هيكل توزيعي آخر، الأمر الذي يؤكد على ضرورة البحث عن تلك السياسة المثْلَى للتصرف في الأرباح القابلة للتوزيع، والتي تنعكس على قرار المنشأة في مجـال المقارنة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجازهـا لإعادة استثمارها داخل المنشأة.

وفي هذا المجال نؤكد على أن أولى المحاولات العلميـة الجادة في مجال تحديد السياسة المثْلَى لتوزيع الأرباح تلـك التي تمثلت في نظرية الفائض، والتي تـرى أن التوزيعـات تمثل وسيلة لتوزيـع الفـائض مـن الأربـاح، وأن حجـم التوزيعات يتحدد وبدرجة جوهرية ومباشرة بقـرارات إدارة

المنشأة فيما يتعلق بالتوسعات الاستثمارية المقترحة، حيـث يمكننا تلخيص مضمون هذه النظرية في ترحيب المسـاهمين حملة الأسهم العادية بعدم توزيع الأرباح، أو جزء كبير منها إذا كان معدل العائد المتوقع توليده من إعادة استثمار أرباحهم المحتجزة يعادل على الأقل معدل العائد الذي يطلبون تحقيقه من استثماراتهم في الأسهم العادية للمنشأة، مع التأكيد علـى عدم وجود أية علاقة بين توزيع الأرباح، أو عدم توزيعهـا وبين قيمة المنشأة حيث يتحدد التصرف في الأرباح القابلـة للتوزيع بمدى وجود اقتراحات استثمارية مجدِية.

والآن عزيزي القارئ نعتقد أن المجـال أصـبح مهيئًـا للتحديد الدقيق والنهائي للأسلوب الواجـب اتباعـه لتقـويم الاستثمار الموجه للأسهم العادية، والذي يعتمد وبشكل مباشر على استخدامنا لكل من النموذج رقم (١) والنموذج رقم (٥) والسابق عرضهما بشكل مفْصل، وفي اتجـاه تحقيـق هـذه المهمة فسوف نتعامل مع البيانات التالية والمرتبطة بالأسـهم العادية المتَداولَة في سوق رأس المال والتي أصدرتها إحدى الشركات:

- التوزيع الحالي للسهم وقبل الإصدار الجديد ٥٠ جنيها للسهم ($ت_{صفر}$).
- معدل النمو المتوقع في التوزيعات ١٠ % ($م_{ق}$).
- مدة الاستثمار في الأسهم ١٠ سنوات.

والسؤال الآن ينحصر فـي كيفيـة اسـتخدام البيانـات المذكورة لمساعدة المستثمر المرتقب في مجال تقـويم هـذا الاستثمار طويل الأجل، والمرتبط بالسهم العـادي موضـع التقويم؟

ولنبدأ حساباتنا باستخدام النموذج رقم (٥) والخاص بتقويم الاستثمار في الأسهم العادية، والذي نُعِيد كتابته على النحـو التالي:

$$ق_{ع} = \frac{ت_{صفر} (١ + م_{ق})}{م_{ع}ط - م_{ق}}$$

أي أن:

$$\text{قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر} = \frac{\text{قيمة التوزيع المتوقع بعد سنة}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو المتوقع}}$$

ويتم تطبيق هذا النموذج باستخدام البيانات المتاحـة كمـا يلي:

$$\text{ق}_{\text{ع}} = \frac{\text{٥٠ (١,١٠)}}{\text{٠,٢٥ − ٠,١٠}} = \frac{\text{٥٥}}{\text{٠,١٥}} = \text{٣٦٦,٦٧ جنيها}$$

فهل يمكننا القول بأن قيمة هذا السهم من منظور المستثمِر = ٣٦٦,٦٧ جنيها؟

والإجابة ستكون بالإيجاب فيما إذا كان هذا الاستثمار مدته الزمنية سنة واحدة فقط، أي بعد سنة من شرائه الآن، ولكنها ستكون وبالضرورة في اتجاه النفي القـاطع حيـث إن هـذا الاستثمار والمرتبط بشراء المستثمر لهذا السهم العادي يمثل استثمارا طويل الأجل؛ حيث يبحث المستثمر عن تلك القيمة التي يدفعها الآن في هذا السهم كحدٍ أقصى في مقابل حصوله على تيار من التوزيعات المتنامية بمعـدل ١٠ % سـنويا، ولمدة ١٠ سنوات قادمة في ظل طلبه تحقيق معـدل عائـد سنوي مركب قدره ٢٥ %؟

ومن الواضح أن التساؤل الأخير يعكس أمرا منطقيا وأن الإجابة عليه تتطلب تطبيق النموذج رقم (١) والذي سـوف نعيد كتابته على النحو التالي:

السعر السوقي للسهم العـادي = القيمـة الحاليـة لتيـار التوزيعات المتنامية + القيمة الحاليـة للقيمـة المسـتردة للسهم العادي في نهاية مدة الاستثمار.

إن معدل الخصم الواجب استخدامه هنـا لإيجـاد القيمـة الحالية لكل من تيار التوزيعات المتنامية والقيمـة المسـتردة للسهم العادي في نهاية مدة الاستثمار سـيعكس بالضـرورة معدل العائد المطلوب من المستثمر المتَصدي لمجال التقـويم والمحدد في مثالنا هذا بـ ٢٥ %.

ويمكن عرض حساباتنا ضمن محتويات الجدول التالي:

صورة

إن متابعة محتويات الجدول السابق تؤكد للمستثمر الـذي لديه خبرة كافية في هذا المجال أن تقويمه للسهم العـادي – الذي توافرت لديه بيانات عنه من خلال الشركة المصدرة له والمتمثلة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في هـذا المجال (م ع ط) وهو ٢٥ %، وقيمة التوزيع الحالي للسـهم (ت صفر) وهي ٥٠ جنيها للسـهم، والفتـرة الزمنيـة التـي سيستغرقها الاستثمار في هذا السهم وهي عشـر سـنوات،

بالإضافة إلى معدل نمو التوزيعات المتوقع وهـو ١٠ % - هو ٣٦٦,٣٧ جنيها.

ولكننا داخل إطار حرصنا الشديد على توسيع قاعدة القُراء المستفيدين نؤكد على التوضيحات التالية:

١- إن قيمة التوزيع الحالي للسهم (ت صـفر) والمحـدد بمبلغ ٥٠ جنيها قد تَم وضعها فـي السـنة صـفر والتي تعكـس الموقـف الآن بالنسـبة للمسـتثمر المتصدي لتقويم الاستثمار في هذه الأسهم.

٢- إن القِيم المطلقة لتيار التوزيعات المتوقعة قـد تَـم حسابها في نهاية السنوات العشر المكونـة لفتـرة الاستثمار المستقبلية بمعدل نمـو سـنوي ١٠ % ليصل مجموعها الحسابي المتراكم إلـى ٨٧٦,٥٨ جنيها، والتي كان يمكن التوصل إليها بأسلوب آخر يتمثل في تحريك كُل توزيع متوقع بعد اسـتثماره بمعدل ١٠ % أيضا، وهكذا حيـث كـان يمكِنُنَـا التوصل إلى قيمة التوزيع المتوقع في نهاية السـنة الثانية كما يلي: ٥٥ × (١,١٠) = ٦٠,٥٠ جنيهـا. وقيمة التوزيع المتوقع في نهاية السـنة الثالثـة =

٦٠,٥٠ × (١,١٠) = ٦٦,٥٥ جنيها..... وهكـذا، ويمكن للقارئ أن يستخدم الطريقة التي تم إتباعهـا داخل محتويـات الجـدول السـابق، أو الطريقـة المذكورة، فسيصل بأي منهما إلى نفس النتائج.

٣- إن المستثمر وفي هذه المرحلة التي يواجـه فيهـا موقفًا محددا ينحصر في تقويمه الآن لسهم عـادي من المتوقع أن يولد هـذا التيـار المتنـامي مـن التوزيعات النقدية التـي لا يمكنـه التعامـل مـع مجموعها الحسابي المتراكم فـي نهايـة العشـر سنوات، الأمر الذي يحتم عليه إيجاد القيمة الحالية لهذا التيار، وبمعدل خصم يعكس معدل العائد الذي يطلبه من الاستثمار في هذا السـهم (كحـد أدنـى بالطبع)، الأمر الذي حتم عليه خصم هـذا التيـار بمعدل خصم ٢٥% وحصوله على معاملات القيمة الحالية من الجدول الأول ليحصل على قيمة حاليـة قدرها ٢٦٤,٦ جنيها، وهو الأمر الذي يعني وفـي التحليل النهائي أنه إذا دفع الآن مبلغ ٢٦٤,٦ جنيها وحصل على تيار متنامي من التوزيعـات قـدرها

٥٥ جنيها، ٦٠,٥٠ جنيها، ٦٦,٥٥ جنيها، ٧٣,٢١ جنيهـا، ٨٠,٥ جنيهـا، ٨٨,٥٨ جنيهـا، ٩٧,٤٤ جنيهـا، ١٠٧,١٨ جنيهـات، ١١٧,٩٠ جنيهـا، ١٢٩,٦٩ جنيها في نهاية السنوات: مـن الأولـى حتى العاشرة على التوالي سـيحقق معـدل عائـد سنوي مركب قدره ٢٥ % تماما، وأنـه إذا دفـع مبلغًا يزيد عن ٢٦٤,٦ جنيها في مقابل الحصـول على تيار التوزيعات المذكورة سيحقق بالضـرورة معدل عائد سنوي مركب أقل من ٢٥ %، وأنه إذا دفع مبلغًا يقل عـن ٢٦٤,٦ جنيهـا فـي مقابـل الحصول على تيار التوزيعات المـذكورة سـيحقق وبالضرورة معدل عائد سنوي مركب أكبر من ٢٥ %.

٤- هل ترى عزيزي القارئ أن التقويم النهـائي لهـذا السهم العادي من وجهة نظر المستثمر يتمثل فـي قيمة قدرها ٢٦٤,٦ جنيها والتي توصلنا إليها فـي النقطة السابقة مباشرة؟

والإجابة المنطقية أن القيمة التي توصلنا إليها حتـى الآن تمثل جزءا من القيمة التي يجب أن نصل إليها، حيث يتبقـى تحديد القيمة الحالية لقيمة السهم المستَردة في نهايـة السـنة العاشرة من الآن، والتي تحتم وبالضرورة تحديد قيمة السهم السوقية في نهاية السنة العاشرة من الآن قبل إيجـاد قيمتهـا الحالية.

ولنبدأ بتوضيح كيفية تحديد القيمة السوقية للسهم موضـع التقويم في نهاية السنة العاشرة، وذلك مـن خـلال تطبيـق النموذج رقم (٥) وذلك على النحو التالي:

$$\text{القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة العاشرة} = \frac{ت_{١٠}\ (١ + م_{ق})}{م_{ع ط} - م_{ق}}$$

$$= \frac{١٢٩,٦٩\ (١,١٠)}{٠,٢٥ - ٠,١٠} = \frac{١٤٢,٦٦}{٠,١٥} = ٩٥١,١\ \text{جنيها}$$

ومن الواضح أن القيمة التـي توصـلنا إليهـا تؤكـد أن المستثمر وعند تصديه لتحديد قيمة السهم يبني تقديره علـى افتراض قبول مستثمر آخر لشراء هذا السهم في نهاية فتـرة احتفاظه به، أي أن القيمة السوقية التي توصلنا إليهـا وهـي

٩٥١,١ جنيها تعكس بوضوح تلك القيمة التي سيحصل عليها المستثمر المتَصدي للتقويم الآن، من مستثمر آخر يقبل شراء هذا السهم في نهاية السنة العاشرة مـن الآن بمبلـغ ٩٥١,١ جنيها؛ على أساس أنه يحقق توزيع فعلـي قـدره ١٢٩,٦٩ جنيها ينمو بعد سنة (في نهاية السنة الحادية عشـر بالنسـبة للمستثمِر المرتقب) بمعدل ١٠ % ليصل إلى ١٤٢,٦٦ جنيها في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار ٢٥ % أيضا.

وعودة إلى المستثمر الحالي والمتَصدي لتقويم الاسـتثمار في هذا السهم حيث سيفكر من منطق حصوله علـى مبلـغ ٩٥١,١ جنيها بعد ١٠ سنوات من الآن في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار قدره: ٢٥ % وبالتالي سيقوم بحسـاب قيمته الحالية كما يلي:

القيمة الحالية لمبلغ ٩٥١,١ جنيها بعد ١٠ سنوات بمعدل خصم ٢٥ % =

$$\text{٩٥١,١} \times \frac{\text{١}}{(\text{١,٢٥})^{\text{١٠}}}$$

= ٩٥١,١ × ٠,١٠٧ = ١٠١,٧٧ جنيه.

وكما سبق أن أكدنا على أن المستثمر يبني تقويمه للاستثمار في هذا السهم بناء على تقديره للقيمة الحالية لكل من تيار التوزيعات المتوقعة من السهم، والقيمة السوقية للسهم في نهاية فترة الاستثمار باستخدام معدل خصم يعكس معدل العائد الذي يطلبه من هذا الاستثمار فيصبح واضحا الآن أن:

قيمة السهم من منظور المستثمر = ٢٦٤,٦ + ١٠١,٧٧ = ٣٦٦,٣٧ جنيها.

وفي هذا المجال يؤكد ڤان هورن [١٠] على أن بعض الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال تتجه أسعارها السوقية نحو الارتفاع المستمر على الرغم من عدم قيام الشركات المصدرة لها بإجراء أية توزيعات نقدية لحملة هذه الأسهم الأمر الذي يرجع في الواقع إلى أن المستثمرين يتوقعون بيع هذه الأسهم بأسعار أكبر بكثير من أسعار شرائها حيث يعتمدون فقط عند تقويمهم لهذه الأسهم على القيمة النهائية بدلاً من اعتمادهم على التوزيعات والقيمة النهائية معا، هذا بالإضافة إلى أن الشركات التي تمتنع عن إقرار توزيعات

---

[١٠] James C. Van Horne, OP, Cit., p. ٣٠٠.

لحملة أسهمها العادية غالبا ما تتمكن من تحسـين مركزهـا المالي وقوتها الإيرادية، وبالتالي إقـرار توزيعـات مبـالغ ضخمة بعد فترة من الزمن.

تقويم الأسهم الممتازة:

Preferred stock Returns and Valuation:

الواقع إن السهم الممتاز كمجال من مجـالات الاسـتثمار المتاحة يتصف بأنه يحقق دخلاً ثابتًا، بمعنى أن التوزيعـات المرتبطة به تتصف بالثبات وتُدفع علـى فتـرات منتظمـة، بالإضافة إلى عدم ارتباطه بتاريخ استحقاق محـدد، الأمـر الذي يؤكد على كونه مجالاً للاستثمار طويل الأجل، كما أنه مصدر من مصادر التمويل طويلـة الأجـل مـن منظـور الشركات المصدرة له.

والواقع إن الصفة المذكورة والمتمثلة في ارتباط الأسـهم الممتازة بتوزيعات ربحية ثابتة ومحددة طوال فترة سريانها، يعني أن قضية النمو في التوزيعات تخرج عن نطاق تقـويم المستثمر لها، الأمر الذي يعني وبالضرورة الاتجـاه نحـو

استخدام النموذج رقم (٢) والسابق عرضه عند مناقشة تقويم الاستثمار في الأسهم العادية غير المتنامية، وبعد إعادة صياغته على النحو التالي:

$$\text{ق}_{\text{ز}} = \frac{\text{ت ز}}{\text{م ع ط}}$$

حيث إن:

ق ز: تعني قيمة السهم الممتاز من وجهة نظر المستثمر.

ت ز: تعني التوزيع النقدي المتوقع للسهم الممتاز.

م ع ط: تعني معدل العائد المطلوب من المستثمر.

فإذا افترضنا أن السهم الممتاز يحقق توزيعا سنويا قدره ٦٠ جنيها، وأن المستثمرين في هذا المجال يطلبون عائد على الاستثمار قدره ١٥ % فسيكون تقويمهم لهذا السهم على النحو التالي:

$$\text{ق}_{\text{ز}} = \frac{٦٠}{٠{,}١٥} = \text{٤٠٠ جنيها}$$

وهنا قد يبدي القارئ بعض الاعتراض على هذا التقويم من خلال تعامله مع هذا الاستثمار في السهم الممتاز من

خلال كونه استثمارا قصير الأجل لسنة واحدة، على الـرغم من تأكيدنا السابق على كونه استثمارا طويل الأجل.

ونحن بدورنا نؤكد للقارئ على أن تقويمه للاستثمار فـي السهم الممتاز بالصورة الموضحة يمثل إجراء سليما، علـى الرغم من كونه استثمارا طويل الأجل يمتد لمدة عشر سنوات قادمة، حيث سنصل إلى نفس نتيجة التقويم في حالة التعامل مع تيار التوزيعات الثابتة لمدة عشر سنوات قادمة، ولتأكيـد هذه الحقيقة فسوف نعيد تقويمنا للاستثمار في هذا السهم على النحو التالي:

السعر السوقي للسهم = القيمة الحالية لتيار التوزيعات الثابتـة لمدة ١٠ سنوات بمعدل خصم ١٥ % + القيمة الحالية للقيمـة المستَردة للسهم الممتاز في نهاية السنة العاشرة

$$= ٦٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,١٥)^{١٠}}}{٠,١٥} + \frac{٦٠}{٠,١٥}$$

= ٦٠ × ١,٦٤٧ + ٤٠٠ × ٠,٢٤٧

= ٩٨,٨ + ٣٠١,٢ = ٤٠٠ جنيه

وهي نفس القيمة التي توصلنا إليها من خلال التقويم المبسط.

ويلاحظ أننا لم نضطر هنا إلى إعداد جدول موسع لإعداد هذا التقويم كما سبق أن تعاملنا مع تقويم الأسـهم العاديـة؛ حيث يرجع هذا الاختصار إلى أننا الآن في مجال التعامل مع تيار ثابت من التوزيعات، وبالتالي اتجهنا للتعامل مع الجدول الثاني من جداول القيمة الحالية؛ لإيجاد معامل قيمـة حاليـة ١,٦٤٧ لإيجاد القيمة الحالية لتدفق نقدي سـنوي قـدره ٦٠ جنيها لمدة ١٠ سنوات مع تعاملنا مع الجدول الأول لإيجـاد القيمة الحالية للقيمة المستَردة للسهم الممتاز في نهاية السـنة العاشرة.

تقويم السـندات: Bonds Returns and Valuation

الواقع إن السند يمثل ورقة مالية كمجال مـن مجـالات الاستثمار المتاحة ترتبط بتحقيق عائـد ثابـت يتمثـل فـي مدفوعات الفائدة أو معدل الكوبون، بالإضـافة إلـى القيمـة الإسمية للسند، واللتين تتحددان بشـكل قـاطع مـن لحظـة الإصدار، ويغطيان فترة مستقبلية طويلة، الأمر الذي يجعـل

من طريقة تقويمها مشابهة لطرق تقويم كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية المرتبطة بتوزيعات غير متنامية.

والواقع إن مجال الاختلاف فيما بين نماذج تقويم الاستثمارات المذكورة ينحصر في معدل العائد المطلوب من المستثمرين والذي يستخدم في هذه النماذج كمعدل للخصم الذي يتحرك تنازليا من الأسهم العادية إلى الأسهم الممتازة إلى السندات.

هذا ويمكننا تقديم النموذج الأساسي لتقويم الاستثمار في السندات على النحو التالي:

$$\text{ق}_{\text{س}} = \text{ف} \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + \text{ك})^{\text{ن}}}}{\text{ك}} + \text{ق}_{\text{م}} \times \frac{1}{(1 + \text{ك})^{\text{ن}}}$$

حيث إن:

قيمة الاستثمار في السند من وجهة نظر المستثمر =

القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة + القيمة الحالية للقيمة الإسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق.

ولمزيد من التوضيح فسوف نساعد أحد المستثمرين حيث يفكر في شراء سند قيمته الاسمية ٢٠٠٠ جنيه يستحق بعد

عشر سنوات بمعدل فائدة ١٠ % سنويا في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار ١٢ %.

وقبل تطبيق نموذج التقويم المذكور نقوم بحساب قيمة مدفوعات الفائدة السنوية كما يلي:

قيمة مدفوعات الفائدة السنوية = ٢٠٠٠ × ١٠ % = ٢٠٠ جنيه

إذًا قيمة الاستثمار في هذا السند من وجهة نظر المستثمر

$$= ٢٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,١٢)^{١٠}}}{٠,١٢} + ٢٠٠٠ \times \frac{١}{(١,١٢)^{١٠}}$$

= ٢٠٠ × ٥,٦٥ + ٢٠٠٠ × ٠,٣٢٢ = ١١٣٠ + ٦٤٤ = ١٧٧٤ جنيها

وتعني هذه القيمة التي توصلنا إليها أن المستثمر على استعداد لدفع مبلغ قدره ١٧٧٤ جنيها الآن في مقابل شرائه لسند قيمته الاسمية ٢٠٠٠ جنيه يستحق في نهاية عشر سنوات من الآن بمعدل فائدة سنوي ١٠ % في ظل طلبه لمعدل عائد على الاستثمار في هذا المجال وداخل حدود هذه المخاطرة قدره ١٢ %.

هذا وقد يواجه المستثمر عند تقويمه للاستثمار في أحد السندات المصدرة أن مدفوعات فوائده ستدفع أكثر من مرة، وعلى سبيل المثال مرتين في السنة (مدفوعات فائدة نصف سنوية) وفي هذه الحالة فسوف يستخدم في تقويم هذا السند نفس نموذج التقويم الأساسي السابق عرضه ولكن مع تعديل في كل من:

- الفترة الزمنية لاستحقاق السند حيث يتم تعديلها بضربها × ٢ (ن × ٢).
- قيمة مدفوعات الفائدة السنوية حيث يتم التعامل مع نصف قيمتها فقط.
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار حيث يتم أيضا التعامل مع نصف قيمته، ولتوضيح هذه الحالة فسوف نعيد تقويم السند السابق تقويمه وبالتالي سنتعامل مع:
- مدة الاستحقاق ٢٠ فترة (١٠ سنوات × ٢).
- قيمة مدفوعات الفائدة السنوية ١٠٠ جنيه ($\frac{٢٠٠}{٢}$).
- معدل العائد المطلوب ٦ % ($\frac{١٢ \%}{٢}$).

والآن فلنتجه لتقويم الاستثمار في هذا السند على النحو التالي:

قيمة الاستثمار في السند من وجهة نظر المستثمر.

$$= ١٠٠ \times \frac{١ - \frac{١}{(١,٠٦)^{٢٠}}}{٠,٠٦} + ٢٠٠٠ \times \frac{١}{(١,٠٦)^{٢٠}}$$

= ١٠٠ × ١١,٤٧ + ٢٠٠٠ + ٠,٣١٢

= ١١٤٧ + ٦٢٤ = ١٧٧١ جنيها

هذا وفي نهاية عرضنا لأسلوب تقويم السندات نشير إلـى أن هناك بعض الحالات التي تُصدر فيها الحكومات سـندات بدون تاريخ استحقاق، الأمر الـذي يضـفي عليهـا صـفة الاستثمار الدائم كما هو الحال بالنسبة للاستثمار في الأسـهم الممتازة، الأمر الذي يجعل المتَصدي لتقويمها يتجه لاستخدام نفس النموذج المستخدم في تقويم الأسهم الممتـازة، حيـث يكون على النحو التالي:

$$ق_س \quad \frac{ف}{م\ ع\ ط}$$

الفصل الثالث

الإدارة الفعالة للاستثمار في الحِسابات المدِينَة والمخْزون



الإدارة الفعالة للاستثمار
في الحسابات المدينة والمخزون

مفهوم وأبعاد الاستثمار في الحسابات المدينة:

الواقع إن الاستثمار في الحسابات المدينة يعكس السياسة البيعِية الآجلة، والتي تسمح لعملاء المنشأة بتأجيل سداد ثمن مشترياتهم إلى أجل مستقبلي محدد.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية ارتباط البيع الآجل بمفهوم الاستثمار قصير الأجل؟ والإجابة أن الاستثمار في مفهومه العام يرتبط بعائد متوقع ثمنًا للتضحية والحرمان والانتظار الذي يرتبط بالاستغناء عن قدر من الأموال لفترة زمنية مقبلة، وهنا ينقسم الاستثمار زمنيا إلى: استثمار طويل وقصير الأجل، حيث يتناسب زمن الاستثمار طرديا مع قيمة كُل من التضحية والحرمان والانتظار، وبالتالي مع عنصر المخاطرة، وأيضا تتناسب طرديا مع العائد المطلوب أو المتوقع والذي تتزايد قيمته المتوقعة بزيادة العناصر السابق ذكرها.

وحيث إن البيع الآجل هو البديل الطبيعي للبيـع النقـدي والذي يتيح للمنشأة فرصة الاستفادة الفورية من ثمن مبيعاتها لحظة إتمام الصفقة، وما يترتب على ذلك من إمكانية إعـادة استثمار هذه النقدية في توليد دورة مبيعات إضافية، الأمـر الذي يعني أن البديل الخاص بالبيع الآجـل سـوف يعنـي التضحية بالاستفادة المذكورة ونتائجها الإيجابية المتعددة، هذا بالإضافة إلى مواجهة احتمالات الديون المعدومـة وارتبـاط البيع الآجل بمصروفات متعلقة بـإدارة حسـابات العمـلاء وتحصيل ثمن المبيعات، هذا بالإضافة أيضا إلـى ضـرورة تجهيز مصدر لتمويل هذا الاستثمار.

ومن المنطقي أن هذه التضحيات تتم في مقابل العمل على تنشيط المبيعات وزيادة قيمتها، وبالتالي تحقيق أرباح إضافية من خلال المبيعات الآجلة الإضافية الناتجة عن سياسة البيع الآجل والتي تُقِرها إدارة المنشأة.

كل ما سبق يؤكد أن البيع الآجل يعكس بوضوح مفهـوم الاستثمار، وحيث إن فترة التأجيل الممنوحة لا تتجاوز السنة في أكثر الحالات شيوعا، يصبح من الواضح أننا في مواجهة نوع من الاستثمار قصير الأجل، حيث يجب أن يساهم هـذا

الاستثمار في تحقيق هدف المنشأة والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك، وذلك من خلال الإدارة الفعالة لهذا النوع من الاستثمار التي تتمثل في الحرص على أن يكون العائد منه أكبر من تكلفته (Cost Benefit Analysis).

إن سياسة الاستثمار في الحسابات المدينة تتحدد من خلال سياسة الائتمان والتحصيل التي تطبقها المنشأة، والتي من خلالها يمكن تقييم مدى كفاءتها في إدارة هذا النوع من الاستثمار. هذا وقبل أن نقتحم مجال الإدارة الفعالة للاستثمار في الحسابات المدينة يهمنا التأكيد على المفاهيم والافتراضات الأساسية الآتية:

١- إن قيمة الاستثمار في الحسابات المدينة يتمثل في قيمة المبيعات الآجلة السنوية.

٢- إن سياسة البيع الآجل سوف تزيد من قيمة المبيعات مقارنة بسياسة البيع النقدي، وأن التوسع في سياسة الائتمان المطبقة يرتبط أيضا بتوقع مبيعات إضافية مقارنة بسياسة الائتمان الأقل تسهيلاً.

٣- إن سياسة البيع الآجل ترتبط بعناصر تكليفية محددة تتمثل في: تكلفة الديون المعدومة، وتكلفة مصروفات الإدارة، والتحصيل والتي تساوي صفرا عند تطبيق سياسة البيع النقدي.

٤- إن مط فترة الائتمان سوف يؤدي بالضرورة إلى زيادة متوسط فترة التحصيل، وبالتالي انخفاض معدل دوران الحسابات المدينة، وبالتالي زيادة تكلفة هذا الاستثمار، بالإضافة إلى زيادة تكلفة الديون المعدومة، وزيادة الجزء المتغير من مصروفات الإدارة والتحصيل، كل ذلك في مقابل توقع حدوث زيادة في قيمة المبيعات الآجلة، وبالتالي تحقيق قدر من الأرباح الإضافية.

وفي الاتجاه الآخر سيكون من المنطقي أن تقليص متوسط فترة التحصيل سيؤدي - وبالضرورة - إلى نتائج مختلفة تأخذ الاتجاه الإيجابي في التأثيرات الإيجابية المتتابعة على معدل الدوران وتكلفة الاستثمار.... وهكذا.

ويمكننا توضيح هذا المفهوم الهام من خلال محتويات الشكل التالي:

شكل رقم (١)

مفاهيم أساسية للاستثمار في الحسابات المدينة



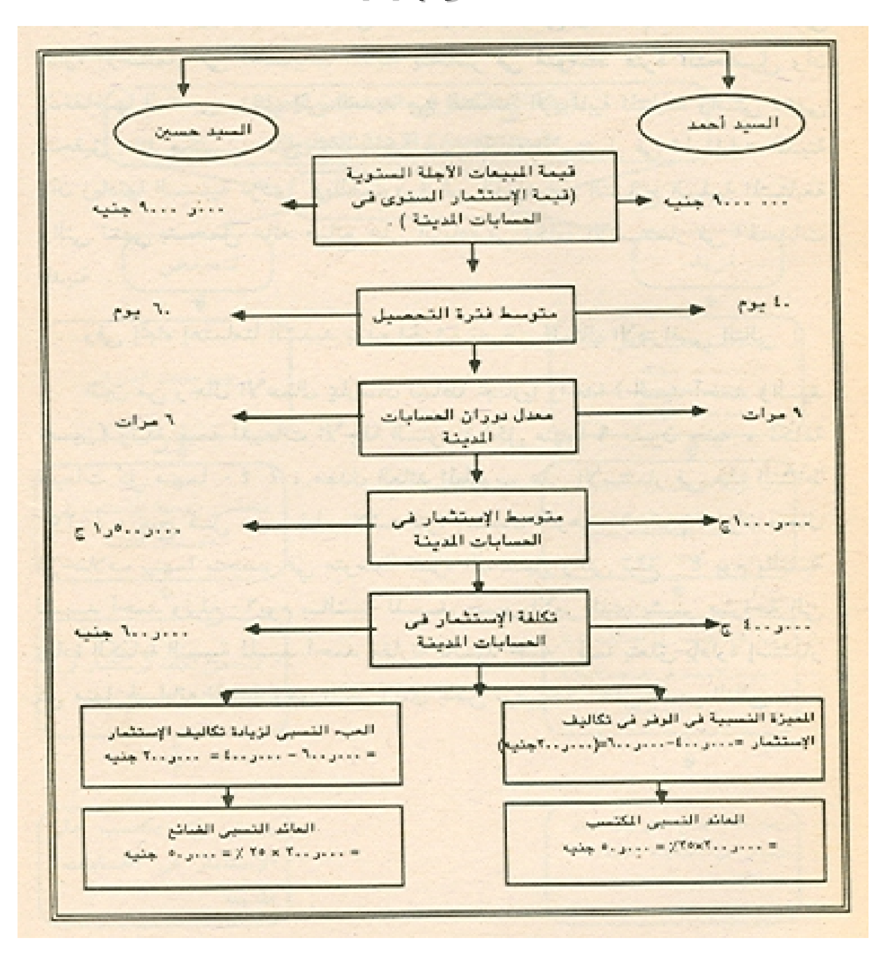
وتؤكد محتويات هذا الشكل أن المعيار الأساسي والحاكم لكفاءة المنشأة في إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة ينحصر في: **متوسط فترة التحصيل،** وأن انخفاضها النسبي يؤدي إلى العديد من النتائج الإيجابية المتتابعة، والتي تنتهي بتحقيق عائد مكْتَسب على الانخفاض في تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة، وأن زيادتها النسبية تؤدي وبالضرورة إلى العديد من النتائج السلبية المتتابعة، والتي تنتهي بتَحمل عائد ضائع على الزيادة في تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة.

وفي اتجاه اهتمامنا الشديد بهذه الجزئية نعرض للمثال الافتراضي التالي:

اثنان من رجال الأعمال يمارسان نشاطًا تجاريا واحدا (السيد أحمد والسيد حسين) وتبلغ قيمة المبيعات الآجلة السنوية لكل منهما ٩ مليون جنيه، وتكلفة مبيعات كل منهما ٤٠ %، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار في هذا النشاط ٢٥ %، يمنَح كُل منهما لعملائه فترة ائتمان قدرها ٦٠ يوما، وأن مجال الاختلاف بينهما ينحصر في متوسط فترة التحصيل والتي تبلغ: ٤٠ يوما بالنسبة للسيد أحمد، وتبلغ: ٦٠ يوما بالنسبة للسيد حسين، الأمر الذي يشير

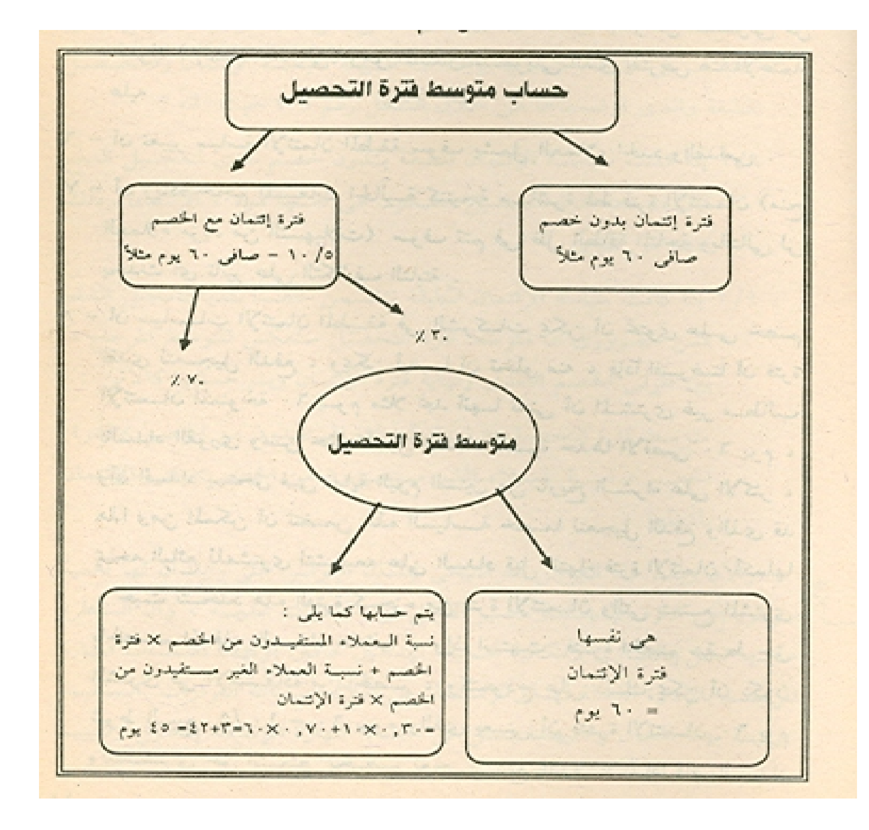
صراحة إلى زيادة الكفاءة النسبية للسيد أحمد مقارنة بالسـيد حسين فيما يتعلق بإدارة استثمار كل منها لحساباته المدينـة، وهو الأمر الذي يمكن توضيحه على النحو التالي:

شكل رقم (٢)



ويؤكد المثال السابق علـى أن زيـادة الاسـتثمار فـي الحسابات المدينة تنحصر بالدرجة الأولى في تَدنِيه متوسـط فترة التحصيل، والتي تختلف في حسابها بـاختلاف سياسـة الائتمان والتحصيل المطبقة في المنشأة، الأمر الذي يمكننـا توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٣)



والآن يمكننا استكمال المفـاهيم والافتراضـات السـابق عرضها على النحو التالي:

١- إن الاستثمار في الحسابات المدينة طبقـًا للمفـاهيم السابق ذكرها يتطلب بالضرورة مصدرا لتمويلـه، والذي يمكن أن يتجه نحو الشـراء الآجـل مـن الموردين (ائتمان تجاري)، ويمكن أن يتجه نحـو الاقتراض المصرفي في البنوك (ائتمان مصرفي)، وهو المصدر التمويلي الذي يفترض هنا الاعتمـاد عليه.

٢- إن تغيير سياسة الائتمان المطبقـة سـوف يشـمل العملاء الجدد والقدامى.

٣- أن زيادة حجم المبيعات الحالية كنتيجة مباشرة لمط فترة الائتمان (منح العملاء مزيد من التسـهيلات) سوف تتم في ظل الطاقة المتاحة وبالتالي لن يحدث أي تأثير على التكاليف الثابتة.

٤- إن سياسات الائتمان المطبقة في الشركات يمكن أن تحتوي على خصم نقدي لتعجيل الـدفع، ويمكـن أيضا أن تخلو منه، فإذا افترضنا أن فترة الائتمـان

الممنوحة ٦٠ يوما مثلا نجد أنها تعني أن المشتري غير مطالب بالسداد الفوري، ومـن حقـه تأجيـل السداد لفترة حدها الأقصى ٦٠ يوما، وأن السـداد يستحق في نهاية اليوم الستين من تـاريخ الشـراء على الأكثر، هذا ومن الممكـن أن تتضـمن هـذه السياسة خصما لتعجيل الدفع الذي قد يمنحه البـائع للمشتري لتشجيعه على السداد قبل انتهـاء فتـرة الائتمان بأكملها، حيث تتحدد هذه الفترة كجزء من فترة الائتمان والتي يتمتع فيها المشتري بالخصم إذا قام بالسداد خلالها، وإذا انتهت فترة الخصم سـقط حق المشتري في الاستفادة من الخصم، وكنمـوذج على ذلك يمكن أن يكون شـرط البيـع ٥ / ١٠ – ٦٠ يوما، والذي يعني أن فترة الائتمان ٦٠ يوما، وللمشتري حق التمتع بخصم تعجيل دفع قدره ٥ % إذا قام بالسداد خلال ١٠ أيام من تاريخ الشـراء، حيث يعتبر هذا الخصم استقطاع من السعر وبالتالي يمثل أحد عناصر التكاليف المرتبطة بهذه السياسة.

٥- إن الوقت الذي يتم فيه تحصيل قيمة المبيعات الآجلة من العملاء، لا يتمثل في فترة زمنية على وجه التحديد، ولكنه يتمثل في متوسط حسابي مرجح لتسديدات العملاء المتعددة تسمى متوسط فترة التحصيل، والتي تختلف في طريقة حسابها باختلاف طبيعة سياسة الائتمان والتحصيل المطبقة، والذي أوضحناها من خلال الشكل رقم (٣) حيث إنه:

٩ / ١ إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة بدون خصم نقدي لتعجيل الدفع فإن متوسط فترة التحصيل ستكون هي نفسها فترة الائتمان، وذلك كافتراض نظري.

٩ / ٢ إذا كانت سياسة الائتمان المطبقة تتضمن خصما نقديا لتعجيل الدفع، فمن الضروري أن متوسط فترة التحصيل ستعكس المتوسط المرجح ما بين فترتي: الخصم النقدي، ونهاية فترة الائتمان، ويتم حسابها كالآتي:

متوسـط فتـرة التحصـيل = نسـبة العمـلاء المستفيدين من الخصم × فترة الخصم + نسـبة العملاء غير المستفيدين من الخصـم × فتـرة الائتمان بأكملها.

والآن وبعد هذا العرض التوضيحي لتلك الجوانب التـي رأينا أن لها أهمية جوهرية في إدارة الاستثمار قصير الأجل في الحسابات المدينة، وأن السيطرة عليها تصـل بالقـارئ لإمكانية تحقيقه لهدفين هامين: **أولهمـا** اكتسـاب المهـارة المرتبطة بالإدارة الفعالة لهذا الاستثمار؛ من خلال صـناعة القرارات السليمة المرتبطة بهذا المجال، **وثانيهما** يتمثل فـي اكتسابه المهارة المرتبطة بتحليل وتقييم مدى سـلامة الإدارة الحالية لسياسة الاستثمار في الحسابات المدينة المطبقة بالفعل في المنشأة.

ونعرض فيما يلي تفصيل لكل من الهـدفين المـذكورين وذلك على النحو التالي:

أ) المهارة المرتبطة بالإدارة الفعالة للاستثمار فـي الحسابات المدينة:

من المعروف إن العملية الإدارية وبشكل عام ترتكز على مجموعة من القرارات التي تتخـذها الإدارة فـي مختلـف الوظائف المكونة للأداء الكلي للمنشأة، وفيما يتعلق بالمجـال الإداري المرتبط بالحسابات المدينة يواجـه المـدير المـالي مواقف عديدة تتطلب منه اتخاذ قرار، أو التوصـية باتخـاذ قرار مالي.

ويمكننا حصر المواقف المذكورة فيما يلي:

أ/١ دراسة مدى جدوى اقتراحات التوسع في سياسة الائتمان المطبقة (مطّ فترة الائتمان):

في كثير من الأحيان تُفَكر إدارة المنشأة في مط سياساتها الائتمانية المطَبقَة بهدف زيادة قيمة مبيعاتها الآجلة السـنوية، وبالتالي تَوقع تحقيق مكاسب إضافية من المبيعات الإضـافية المتوقعة. من المنطقي أن يبدأ هذا الاقتراح أو هذه الفكرة من إدارة المبيعات بالمنشأة، وهنا سيقوم المدير المالي بدراسـة مدى جدوى تنفيذ الاقتراح المذكور من عدمه ومن منظـور مالي من خلال المقارنة بين العائد الإضافي المتوقع، والتكلفة الإضافية المتوقعة، والمرتبطة بالاقتراح موضع الدراسة.

ويمكننا مساعدة القارئ في اكتساب المهارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالة التالية:

تبلغ المبيعات الآجلة السنوية لإحدى الشركات التجارية ٣٠٠,٠٠٠ جنيه في ظل تطبيق سياسة ائتمان صافي ٦٠ يوما حيث تبلغ نسبة الديون المعدومة ٢ %، ومصروفات التحصيل ٢٠٠٠ جنيه.

وتدرس الشركة اقتراحا بالتوسع في سياساتها الائتمانية الحالية بمعدل ٥٠ % حيث من المتوقع أن تزيد المبيعات السنوية الآجلة بمقدار ١٠٠,٠٠٠ جنيه، وتزيد كل من نسبة الديون المعدومة، ومصروفات التحصيل بمقدار مرة ونصف لكُل منهما، فهل يمكنك مساعدة الشركة في دراسة وتحليل الاقتراح المذكور إذا علمت أن معدل تكلفة المبيعات ٦٠ %، وأن معدل العائد المطلوب على استثماراتها ٢٠ %؟

من الواضح أن المدير المالي المتَصدي لمواجهة هذه الحالة المرتبطة بتحديد مدى جدوى تنفيذ الاقتراح المذكور سوف يجري مقارنة بين كُل من قيمة العائد الإضافي، وبين قيمة التكاليف الإضافية، حيث إن:

العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التوسع	التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التوسع
تنحصر قيمة هذا الطرف في ربحية المبيعات الآجلة الإضافية = قيمة المبيعات الآجلة الإضافية × نسبة مجمل الربح	تنحصر قيمة هذا الطرف في الآتي: ١- المحصلة النهائية لزيادة متوسط فترة التحصيل والمتمثلة في قيمة العائد الضائع على تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة. ٢- تكلفة الديون المعدومة الإضافية. ٣- مصروفات التحصيل الإضافية.

ويمكن إعداد هذا التحليل من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (١)

(القيمة بالجنيه)

بيـــــــان	سياسة حالية صافي ٦٠ يوما	سياسة مقترحة صافي ٩٠ يوما
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٣٠٠,٠٠٠	٤٠٠,٠٠٠
٢- متوسط فترة التحصيل	٦٠ يوما	٩٠ يوما
٣- معدل الدوران	٦ مرات	٤ مرات
٤- متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	٥٠,٠٠٠ ج	١٠٠٠٠٠ ج
٥- قيمة الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة	ـــــــ	٥٠٠٠٠ ج
٦- تكلفة الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة	ـــــــ	٥٠,٠٠٠ × ٦٠% = ٣٠,٠٠٠ ج
٧- العائد الضائع على تكلفة الاستثمار الإضافي	ـــــــ	٣٠,٠٠٠ × ٢٠% = ٦٠٠٠ج
٨- نسبة الديون المعدومة %	٢ %	٥ %

بيــــــان	سياسة حالية صافي ٦٠ يوما	سياسة مقترحة صافي ٩٠ يوما
٩- قيمة الديون المعدومة	٦٠٠٠ ج	٢٠,٠٠٠ ج
١٠- د. م. إضافية	ــــــــ	١٤٠٠٠ ج
١١- تكلفة ديون معدومة إضافية	ــــــــ	١٤٠٠٠ × ٦٠% = ٨٤٠٠ج
١٢- مصروفات التحصيل	٢٠٠٠ ج	٥٠٠٠ ج
١٣- مصروفات تحصيل إضافية	ـ ـ ـ ـ ـ	٣٠٠٠
١٤- إجمالي تكاليف إضافية	ـ ـ ـ ـ ـ	١٧٤٠٠ ج
١٥- مبيعات إضافية	ــــــــ	١٠٠,٠٠٠ ج
١٦- ربحية مبيعات إضافية	ــــــــ	١٠٠,٠٠٠ × ٤٠ %
صافي الربح أو الخسارة المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	ــــــــ	٤٠٠٠٠ – ١٧٤٠٠ = ٢٢٦٠٠ جنيه

ويتضح من التحليلات التي يتضمنها هذا الجدول أن قرار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصـية بالموافقـة علـى

الاقتراح المذكور بالتحول من سياسة الائتمان الحاليـة إلـى السياسية المقترحة؛ حيث إن عائد تنفيذه الإضافي أكبر مـن تكلفة تنفيذه الإضافية بمبلغ ٢٢٦٠٠ جنيه.

٢/أ دراسة مدى جدوى اقتراحات التحول من سياسة ائتمان بدون خصم إلى سياسة ائتمان مع الخصم:

أيضا وفي كثير من الحالات يواجه المدير المالي للمنشأة طلبا من الإدارة العليا بدراسة وتحليل مدى جـدوى إدخـال معدل خصم في السياسة الائتمانية المطبقة؛ بهدف تخفـيض متوسط فترة التحصيل، الأمر الذي يحتم على المدير المـالي إعداد دراسة مبسطة لتحليل العلاقة بـين العائـد الإضـافي والتكلفة الإضافية المرتبطة بتنفيذ الاقتراح موضع الدراسة.

ويمكننا مساعدة القارئ في اكتساب المهارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالة التالية:

تبلغ قيمة المبيعات الآجلة السـنوية لإحـدى الشـركات التجارية ١٨٠,٠٠٠ جنيه في ظل تطبيـق سياسـة ائتمـان صافي ٣٠ يوما، **وتدرس** الشركة اقتراحا بتغييـر سياسـتها الائتمانية إلى ٢ / ١٠ – صافي ٣٠ يوما، حيث من المتوقع

أن يستفيد ٥٠ % من عملائها من الخصم، مع توقع انخفاض نسبة الديون المعدومة من ٣ % إلى ١ % من قيمة المبيعات. فهل يمكنك مساعدة الشركة المذكورة في تحليل ودراسة الاقتراح، إذا علمت أن نسبة مجمل الربح ٣٠ %، وأن معدل العائد المطلوب على استثماراتها ٢٥ %؟

ومن الواضح أن المدير المالي المتصدي لمواجهة هذه الحالة سوف يجري مقارنة بين كل من قيمة العائد الإضافي وبين قيمة التكاليف الإضافية، حيث إن:

العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التوسع	التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التوسع
تنحصر قيمة هذا الطرف في الآتي: ١. المحصلة النهائية لانخفاض متوسط فترة التحصيل، والمتمثلة في قيمة العائد المكتسب من الوفر، في تكلفة الاستثمار، في الحسابات المدينة.	تنحصر قيمة هذا الطرف في: تكلفة الخصم النقدي المقترح = قيمة المبيعات الآجلة السنوية × نسبة العملاء المتوقع استفادتهم من الخصم × معدل الخصم المقترح

العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التوسع	التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التوسع
٢. الوفر في تكلفـة الـديون المعدومة.	

ويمكن إعداد هذا التحليل من خلال محتويـات الجـدول التالي:

جدول رقم (٢)

(القيمة بالجنيه)

بيـــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ١٠/٢ – صافي ٣٠ يوما
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	١٨٠,٠٠٠ ج	١٨٠,٠٠٠ ج
٢- متوسط فترة التحصيل	٣٠ يوما	١٠ × ٥٠% + ٣٠ × ٥٠% = ٢٠ يوما
٣- معدل الدوران	١٢ مرة	١٨ يوما
٤- متوســط الاســتثمار فـــي الحسابات المدينة	١٥٠٠ ج	١٠,٠٠٠ ج
٥- قيمة الـوفر فـي متوسـط الاستثمار في الحسابات المدينة	ــــــــ	٥٠٠٠٠ ج

بيـــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ٢/١٠ – صافي ٣٠ يوما
٦- قيمة الوفر في تكلفة الاستثمار	ـــــــ	٥٠٠٠ × ٧٠% = ٣٥٠٠ ج
٧- العائد المكتسب على قيمة الوفر في تكلفة الاستثمار	ـــــــ	**٣٥٠٠ × ٢٥ % = ٨٧٥ ج**
٨- نسبة الديون المعدومة	٣ %	١ %
٩- قيمة الديون المعدومة	٥٤٠٠ ج	١٨٠٠ ج
١٠- النقص في قيمة الديون المعدومة	ـــــــ	٣٦٠٠ ج
١١- النقص في تكلفة الديون المعدومة	ـــــــ	٣٦٠٠ × ٧٠ % = ٢٥٢٠ ج
١٢- إجمالي العوائد الإضافية	ـــــــ	٨٧٥ + ٢٥٢٠ = ٣٣٩٥ ج
١٣- قيمة الخصم النقدي	ـــــــ	١٨٠٠ × ٥٠% × ٢ % = ١٨٠٠ ج
١٤- تكلفة الخصم النقدي	ـــــــ	١٨٠٠ × ٧٠ % =

بيــــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ١٠/٢ – صافي ٣٠ يوما
		١٢٦٠ جنيها
١٥- صافي الـربح (الخسـارة) المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	----	= ٣٣٩٥ – = ١٢٦٠ ٢١٣٥ ج

وتؤكد التحليلات التي يتضمنها الجدول السابق أن قـرار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصـية بالموافقـة علـى الاقتراح المذكور بالتحول من سياسة الائتمان الحاليـة إلـى السياسة المقترحة، والمتضمنة لخصم نقـدي بمعـدل ٢ %، حيث إن عائد تنفيذه الإضافي أكبر من تكلفة تنفيـذه بمبلـغ ٢١٣٥ جنيها.

٣/أ دراسة مدى جدوى اقتراحات التوسع في مـنح الخصم النقدي:

في كثير من الحالات يواجه المدير المالي أيضا طلبا من الإدارة العليا للمنشأة بدراسة وتحليل مدى جدوى زيادة معدل الخصم النقدي الممنوح للعملاء؛ لتعجيل الدفع بهدف تخفيض متوسط فترة التحصيل، الأمر الذي يحتم عليه إعداد دراسـة

مبسطة لتحليل العلاقة بين العائد الإضافي والتكلفة الإضافية المرتبطة بتنفيذ الاقتراح.

ويمكننا أيضا مساعدة القارئ في اكتساب المهارة المرتبطة بهذا المجال من خلال التعامل مع الحالة التالية:

تفكر إحدى الشركات في تغيير سياستها الائتمانية من ١٠/٢ – صافي ٣٠ يوما، إلى ٥ / ١٠ – صافي ٣٠ يوما حيث تبلغ نسبة العملاء المستفيدين من الخصم ٥٠ % ويتَوقع أن تزيد إلى ٧٠ % في حالة تنفيذ الاقتراح.

فهل يمكنك مساعدة إدارتها في تحليل مدى جدوى تنفيذ الاقتراح إذا علمت أن قيمة مبيعاتها الآجلة السنوية ٨٠٠,٠٠٠ جنيه، وأن معدل تكلفة المبيعات ٦٠ %، وأن معدل العائد المطلوب على استثماراتها ٣٠ %؟

من الواضح أيضا أن المدير المالي سوف يجري مقارنة بين كل من قيمة العائد الإضافي، وبين قيمة التكاليف الإضافية حيث إن:

العائد الإضافي المتوقع من تنفيذ اقتراح التوسع	التكلفة الإضافية المتوقعة من تنفيذ اقتراح التوسع
تنحصـر قيمـة العائـد الإضـافي المتوقـع فـي المحصلة النهائية لانخفـاض متوسـط فتـرة التحصـيل والمتمثلة في قيمـة العائـد المكتسب من الوفر، في تكلفة الاستثمار، فـي الحسـابات المدينة.	تنحصر قيمة هذا الطـرف في التكلفة الإضافية المتوقعـة فـي تكلفـة الخصـم النقـدي الإضـافي المـرتبط بتنفيـذ البرنامج.

ويوضح الجدول التالي تفصيل لهذا التحليل:

جدول رقم (٣)

(القيمة بالجنيه)

بيـــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ٢/١٠ – صافي ٣٠ يوما
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٨٠٠,٠٠٠ ج	٨٠٠,٠٠٠ ج
٢- متوسط فترة التحصيل	١٠ × ٥٠% + ٣٠ × ٥٠% =	١٠ × ٧٠% + ٣٠ × ٣٠% =

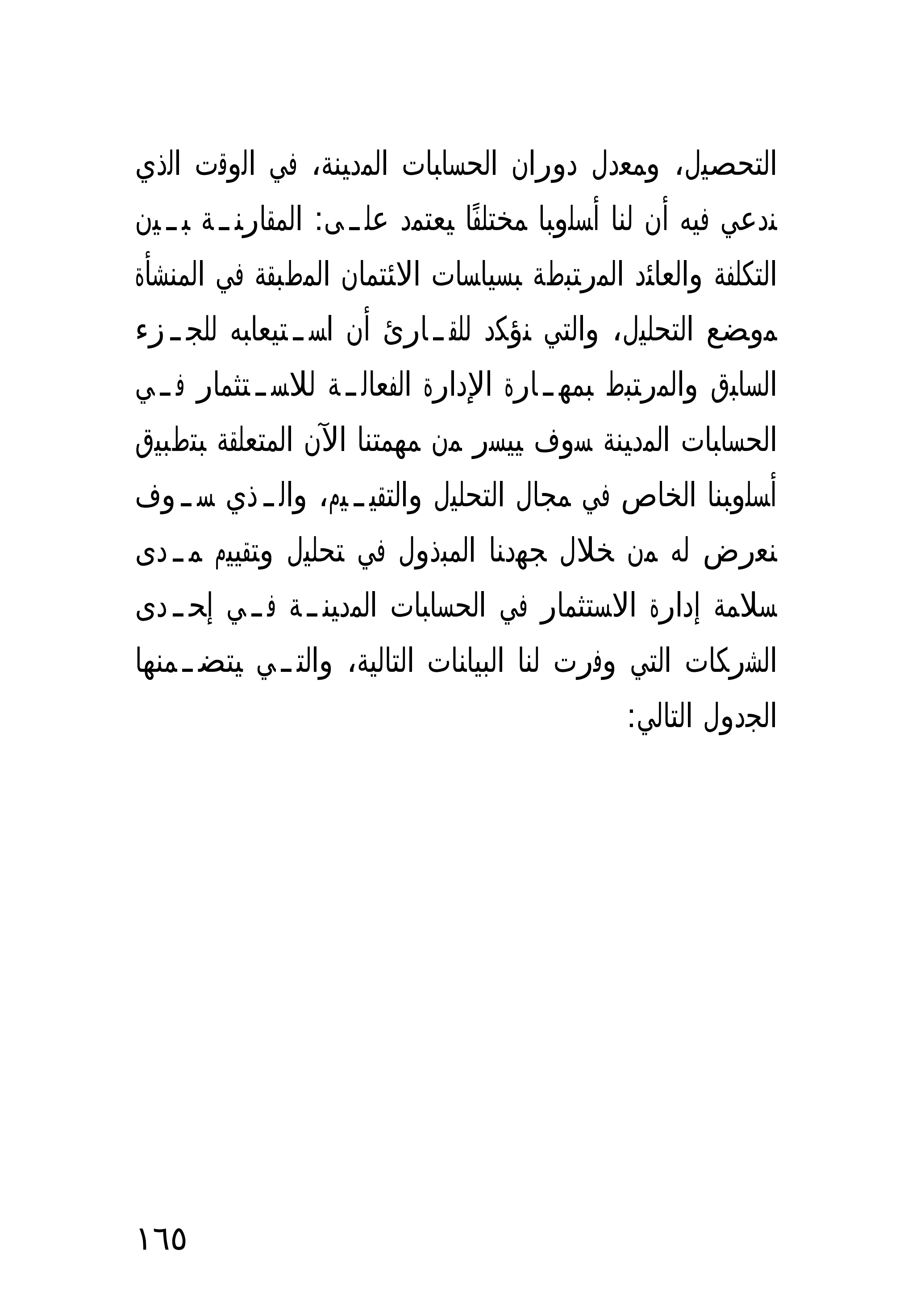
بيـــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ٢/١٠ – صافي ٣٠ يوما
	٢٠ يوما	١٦ يوما
٣- معدل الدوران	١٨ مرة	٢٣ مرة
٤- متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	٤٤٤٤٤ ج	٣٤٨٧٣ ج
٥- قيمة الوفر في متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	ـــــ	٩٦٦١ ج
٦- قيمة الوفر في تكلفة الاستثمار	ـــــ	٩٦٦١ × ٦٠ % = ٥٧٩٧ ج
٧- العائد المكتسب على قيمة الوفر	ـــــ	٥٧٩٧ × ٣٠% = ١٧٣٩ ج
٨- قيمة الخصم النقدي	٨٠٠,٠٠٠ × ٥٠ × ٢ % = ٨٠٠٠ ج	٨٠٠,٠٠٠ × ٧٠ × ٥% = ٢٨٠٠٠ ج
٩- قيمة الخصم النقدي الإضافي	ـــــ	٢٠,٠٠٠ ج
١٠- تكلفة الخصم النقدي الإضافي	ـــــ	٢٠,٠٠٠ × ٦٠ % =

بيـــــان	سياسة حالية صافي ٣٠ يوما	سياسة مقترحة ٢/١٠ – صافي ٣٠ يوما
		١٢٠٠٠ ج
١١- صافي الـربح (الخسـارة) المرتبطة بتنفيذ الاقتراح	ــــــــ	١٧٣٩ – ١٢٠٠٠ = (١٠٣٦١)

وتؤكد التحليلات التي يتضمنها الجدول السابق أن قـرار المدير المالي سوف يتجه نحو التوصية برفض تنفيذ الاقتراح بزيادة معدل الخصم النقدي من ٢ % إلـى ٥ %، والإبقـاء على السياسة الائتمانية المطبقة حاليا وهي ٢ / ١٠ – صافي ٣٠ يوما.

ب) المهارة المرتبطة بتحليل وتقييم مـدى سـلامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة:

الواقع إن الأسلوب شائع الاستخدام في مجال تحليل وتقييم مدى سلامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة سواء على مستوى الكتابات العلمية، أو على مستوى الممارسة العمليـة ينحصر غالبا في الاعتماد على مؤشـري: متوسـط فتـرة



التحصيل، ومعدل دوران الحسابات المدينة، في الوقت الذي ندعي فيه أن لنا أسلوبا مختلفًا يعتمد على: المقارنة بين التكلفة والعائد المرتبطة بسياسات الائتمان المطبقة في المنشأة موضع التحليل، والتي نؤكد للقارئ أن استيعابه للجزء السابق والمرتبط بمهارة الإدارة الفعالة للاستثمار في الحسابات المدينة سوف ييسر من مهمتنا الآن المتعلقة بتطبيق أسلوبنا الخاص في مجال التحليل والتقييم، والذي سوف نعرض له من خلال جهدنا المبذول في تحليل وتقييم مدى سلامة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة في إحدى الشركات التي وفرت لنا البيانات التالية، والتي يتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠
٢- سياسة الائتمان	صـــافي ٣٠ يوما	صـــافي ٦٠ يوما	٢٠/١٠ صـــافي ٩٠ يوما
٣- نسبة العملاء المستفيدين مـن الخصم	- -	- -	١٠ %
٤- تكلفة المبيعات (%)	٥٠ %	٤٥ %	٤٠ %
٥- ديون معدومة	١٠٠	٨٠	٦٠
٦- مصروفات تحصيل	٣٠	٤٠	٥٠
٧- مصروفات إدارية	٤٠	٤٠	٦٠
٨- معدل العائد المطلوب علـى الاستثمار	٢٠ %	٢٥ %	٣٠ %

والآن يمكننا التصدي لمهمة التقييم تحت إطار اسـتخدام أسلوب سنَة القياس المتحركة، بمعنى اعتبـار سـنة ١٩٩٥

كسنَةِ أساسٍ لسنة ١٩٩٦، واعتبار الأخيرة سنَةَ أساسٍ لعـام ١٩٩٧. وذلك من خلال محتويات الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

بيان لبرنامج تحليل وتقييم سياسة الائتمان والتحصيل بالشركة موضع التحليل

القيمة بالألف جنيه

سنوات / بيـــان	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
١- قيمة المبيعات الآجلة السنوية	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠
٢- متوسط فترة التحصيل	٣٠ يوما	٦٠ يوما	٨٣ يوما
٣- معدل دوران الحسابات المدينة	١٢ مرة	٦ مرات	٤ مرات
٤- متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة	١٦٧	٥٠٠	١٢٥٠
٥- تكلفة الاستثمار فـي الحسـابات المدينة	١٦٧ × ٥٠% = ٨٤	٥٠٠ × ٤٥% = ٢٢٥	١٢٥٠ × ٤٠% = ٥٠٠
٦- تكلفة الاستثمار الإضـافي فـي الحسابات المدينة	- - -	١٤١	٢٧٥
٧- العائـد الضـائع علـى تكلفـة الاستثمار الإضافي	- - -	١٤١ × ٢٥% =	٢٧٥ × ٣٠% =

بيـــان / سنوات	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
		٣٥	٨٣
٨- مصروفات التحصيل	٣٠	٤٠	٥٠
٩- مصروفات تحصيل إضافية	- - -	١٠	١٠
١٠- مصروفات إدارية	٤٠	٤٠	٦٠
١١- مصروفات إدارية إضافية	- - -	- - -	٢٠
١٢- قيمة الخصم النقدي	- - -	- - -	٥٠
١٣- تكلفة الخصم النقدي	- - -	- - -	٥٠ × ٤٠% = ٢٠
١٤- إجمالي التكاليف الإضافية	- - -	٣٥ + ١٠ = ٤٥	٨٣ + ١٠ + ٢٠ = ١١٣
١٥- قيمة المبيعات الآجلة الإضافية	- - -	١٠٠٠	٢٠٠٠
١٦- ربحية المبيعات الإضافية	---	١٠٠٠ × ٥٥% = ٥٥٠	٢٠٠٠ × ٦٠% = ١٢٠٠
١٧- قيمة الديون المعدومة	١٠٠	٨٠	٦٠
١٨- تكلفة الديون المعدومة	١٠٠ × ٥٠% = ٥٠	٨٠ × ٤٥% = ٣٦	٦٠ × ٤٠% = ٢٤
١٩- قيمة الوفر في تكلفـة الـديون المعدومة	- - -	١٤	١٢
٢٠- إجمالي الوفورات الإضافية	- - -	٥٥٠ + ١٤ = ٥٦٤	١٢٠٠ + ١٢ = ١٢١٢
الوفـورات الإضـافية – التكـاليف	- - -	٥٦٤ – ٤٥	١٢١٢ –

بيـــان / سنوات	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧
الإضافية		= ٥١٩	+ = ١١٣ ١٠٩٩

وفي نهاية هذا التحليل يمكننا القطـع بارتبـاط سياسـات الائتمان والتحصيل بالشركة بدرجة واضحة من الفعالية؛ من خلال زيادة قيمة الوفورات الإضافية المرتبطة بها عن قيمـة التكاليف الإضافية المرتبطة بها، الأمر الذي سيعكس أثـره الإيجابي على الأهداف التشغيلية للشـركة، والمتمثلـة فـي السيولة والربحية، بالإضافة إلى أثره الإيجابي علـى قيمـة الشركة.

وفي اتجاه حرصنا الواضح على تعظيم استفادة القـارئ مما يقرؤه لنا، نوجـه انتباهـه نحـو الملاحظـات التاليـة والمرتبطة بأسلوبنا السابق عرضه لتقييم مدى كفـاءة إدارة الاستثمار في الحسابات المدينة:

١- حيث إن أسلوبنا المقترح في هذا المجال التحليلـي ينحصر في المقارنة بـين الوفـورات الإضـافية والتكاليف الإضافية المرتبطـة بالاسـتثمار فـي الحسابات المدينة، فقد قمنـا بمراجعـة البيانـات

المتاحة والمدونة بالجدول رقم (٤) وتصنيفها إلـى مجموعتين هما:

١ / ١ البيانات التي يتم معاملتها من خلال كونها عناصر وفورات وهي في حالتنا هذه:

- قيمة المبيعات الآجلة المتجهة زمنيا نحو التَزايد.
- قيمة الديون المعدومـة والمتجهـة زمنيـا نحـو التَنَاقُص.

١ / ٢ البيانات التي تم معاملتها من خلال كونها عناصر تكاليفية وهي في حالتنا هذه:

- متوسط فترة التحصيل والمتجهة زمنيا نحو التَزايد وما يترتب عليها من نتائج سلبية متتابعة تنتهـي بقيمة العائد الضائع على تكلفة الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة.
- مصروفات التحصيل والتي تتجه قيمتها النقديـة نحو التَزايد، ومعاملتها كمصروف نقدي.
- المصروفات الإدارية والمرتبطة بإدارة الاستثمار في الحسابات المدينة والتي تتجه قيمتهـا النقديـة نحو التَزايد، ومعاملتها كمصروف نقدي أيضا.

- قيمة الخصم النقدي الذي يمثل استقطاعا من متحصلات المبيعات، الأمر الذي أدى بالضرورة إلى الاهتمام بتكلفته وإدخالها ضمن عناصر التكاليف.

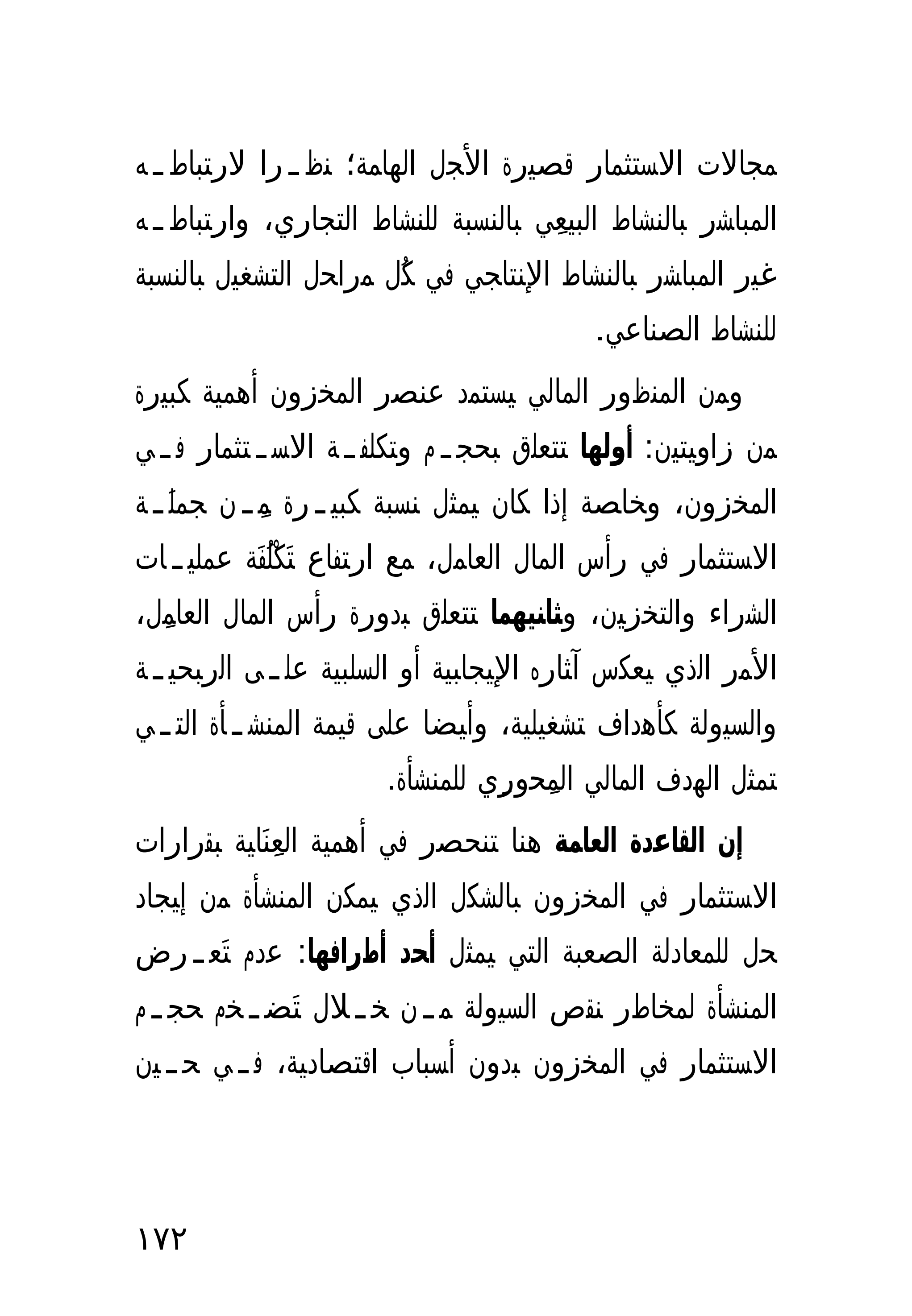
وفي هذا المجال نؤكد على أهمية اكتساب من يتَصدى لهذا التقييم الكثير من المهارة في تحديد العناصر المكونة لكل مجموعة؛ حيث يمكن أن يواجه عند الممارسة العملية اتجاهات مختلفة لتلك العناصر، حيث يقْبلُ كُل عنصرٍ أن يكون أحد عناصر الوفُورات، أو أحد عناصر التكاليف.

٢- بالنسبة للديون المعدومة فقد قمنا بحساب قيمة الوفْر في تكلفتها دون حساب العائد المكْتَسب على هذا الوفْر؛ لأنها لا تمثل استثمارا يستوجب هذا الحساب؛ حيث إنها قيمة ضائعة.

إدارة الاستثمار في المخزون [*]:

يمثل الاستثمار في المخزون وفي كثير من الشركات أحد

[*] سيكون عرضنا لهذا الموضوع مختصرا؛ لأنه يدخل في إطار كتابات متخصصة في مجال إدارة المشتريات والمخازن.



مجالات الاستثمار قصيرة الأجل الهامة؛ نظـرا لارتباطـه المباشر بالنشاط البيعِي بالنسبة للنشاط التجاري، وارتباطـه غير المباشر بالنشاط الإنتاجي في كُل مراحل التشغيل بالنسبة للنشاط الصناعي.

ومن المنظور المالي يستمد عنصر المخزون أهمية كبيرة من زاويتين: **أولها** تتعلق بحجـم وتكلفـة الاسـتثمار فـي المخزون، وخاصة إذا كان يمثل نسبة كبيـرة مِـن جملَـة الاستثمار في رأس المال العامل، مع ارتفاع تَكْلُفَة عمليـات الشراء والتخزين، **وثانيهما** تتعلق بدورة رأس المال العامِل، الأمر الذي يعكس آثاره الإيجابية أو السلبية علـى الربحيـة والسيولة كأهداف تشغيلية، وأيضا على قيمة المنشـأة التـي تمثل الهدف المالي المِحوري للمنشأة.

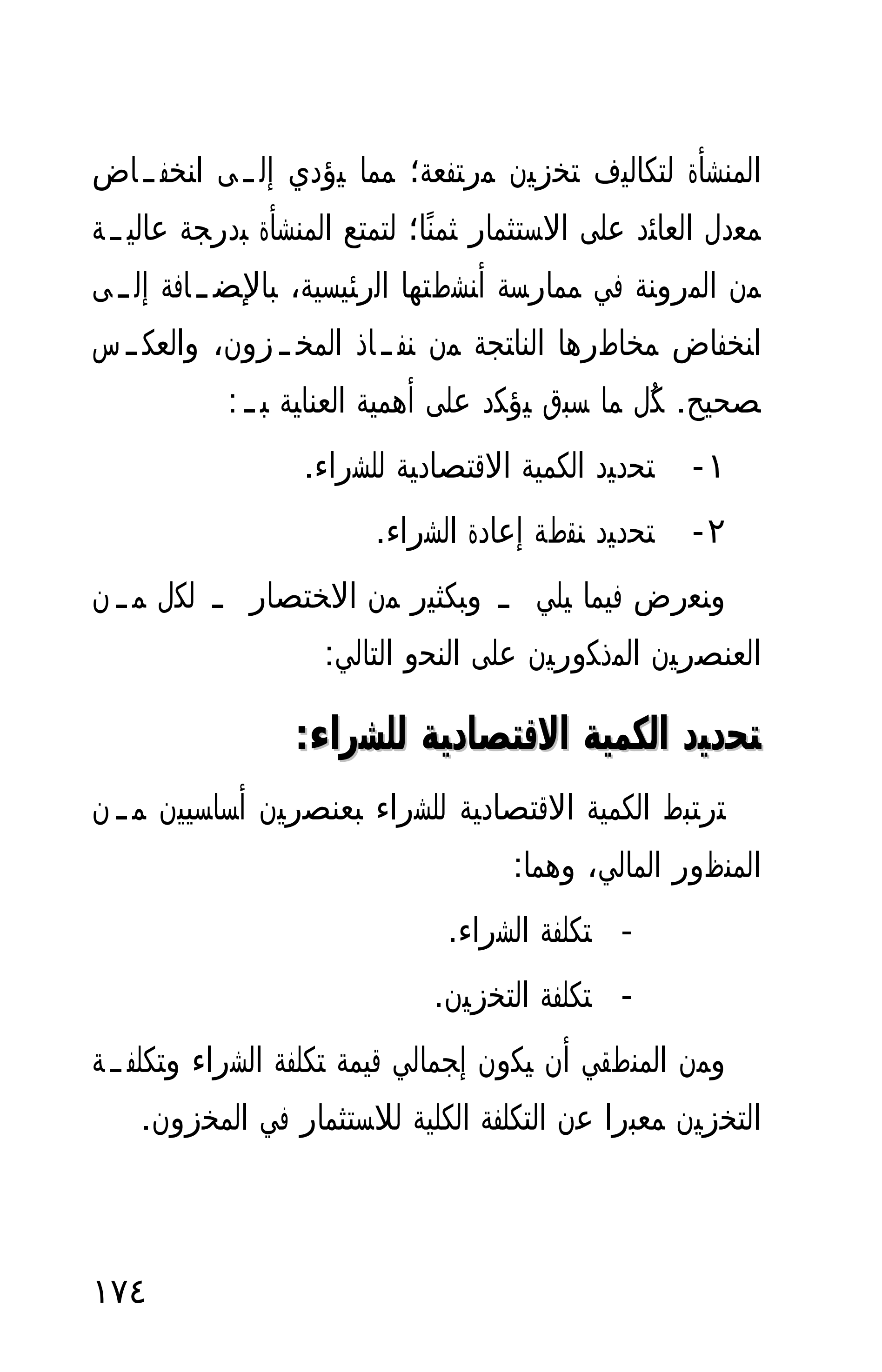
إن القاعدة العامة هنا تنحصر في أهمية العِنَاية بقرارات الاستثمار في المخزون بالشكل الذي يمكن المنشأة من إيجاد حل للمعادلة الصعبة التي يمثل **أحد أطرافها**: عدم تَعـرض المنشأة لمخاطر نقص السيولة مـن خـلال تَضـخم حجـم الاستثمار في المخزون بدون أسباب اقتصادية، فـي حـين

يتمثل **طرفها الثاني** في عدم تَعرض المنشأة لمخاطر تَوقـف أو تَعطل النشاط الإنتاجي والبيعِي.

والواقع إن المخزون في المشروعات التجارية ينحصـر في البضاعة موضع النشاط، والتي يتم شراؤها من الموردين وتخزينها لحين بيعها للعملاء نقدا أو بالأجل، وعلى ذلك فإن نشاط التخزين هنا يمثل حلقة الوصل بين نشـاطي الشـراء والبيع. أما المخزون في المشروعات الصناعية فيتكون غالبا من مواد خام، ومنتجات تحت التشـغيل، ومنتجـات تامـة الصنع. حيث يمثل **المخزون من المواد الخام** حلقة الوصـل بين نشاطي: الشراء والإنتاج، في حين يمثل **المخزون مـن المنتجات تحت التشغيل** حلقة الوصل بين: مراحـل الإنتـاج المختلفة.

أما **المخزون من المنتجات تامة الصـنع** فيمثـل حلقـة الوصل بين: الإنتاج والبيع، ومن الواضح أن إدارة المخزون في المشروعات الصناعية أكثر خطورة منها في المشروعات التجارية.

إن التوصل إلى حل للمعادلة الصعبة السابق ذكرها يمثل أمرا ضروريا؛ لأن زيادة حجم المخزون يؤدي إلى تَحمـل



المنشأة لتكاليف تخزين مرتفعة؛ مما يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الاستثمار ثمنًا؛ لتمتع المنشأة بدرجة عالية من المرونة في ممارسة أنشطتها الرئيسية، بالإضافة إلى انخفاض مخاطرها الناتجة من نفاذ المخزون، والعكس صحيح. كُل ما سبق يؤكد على أهمية العناية بـ:

١- تحديد الكمية الاقتصادية للشراء.

٢- تحديد نقطة إعادة الشراء.

ونعرض فيما يلي - وبكثير من الاختصار - لكل من العنصرين المذكورين على النحو التالي:

تحديد الكمية الاقتصادية للشراء:

ترتبط الكمية الاقتصادية للشراء بعنصرين أساسيين من المنظور المالي، وهما:

- تكلفة الشراء.
- تكلفة التخزين.

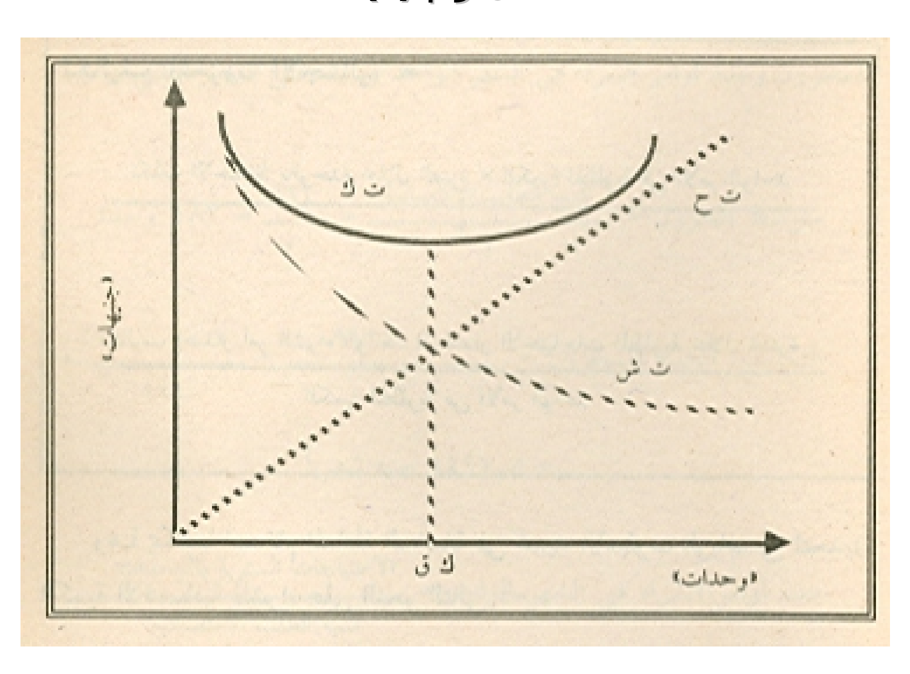
ومن المنطقي أن يكون إجمالي قيمة تكلفة الشراء وتكلفة التخزين معبرا عن التكلفة الكلية للاستثمار في المخزون.

وبالنسبة لتكلفة الشراء فتتمثل في أغلب الأحيان في ثمن الشراء، بالإضافة إلى تكاليف إصدار أوامر الشراء، والتـي تتكون داخليا من: تكاليف إرسال أمر التوريـد، ومتابعتـه، وتكاليف الشحن، وخصم الكمية الضائعة.

أما بالنسبة لتكلفة التخزين والتي يمكن أن يطلق عليهـا: تكاليف الاحتفاظ بالمخزون من وقت اسـتلامه إلـى وقـت التخلص منه، فتتمثل في تكلفة الفُرْصـة البديلـة للأمـوال المستَثمرة في المخزون، وتكلفة المساحة المخْزِنية، وتكاليف التأمين، وتكاليف المنَاولة والنقل، وتكاليف التأمين، بالإضافة إلى تكاليف التلف والتقادم.

ويمكننا الآن تعريف الكمية الاقتصادية للشراء على أنهـا تلك الكمية التي تتحمل المنشأة عندها أقـل تكلفـة إجماليـة للشراء والتخزين. ويمكننا توضيح هذا المفهوم بيانيـا مـن خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٤)



ويلاحظ بمراجعة الشكل السابق أن:

ت ح: تُعبر عن تكاليف الاحتفاظ بالمخزون، والتي يأخُـذ المنحنى المعبر عنها الشكل الخطي، حيـث يـتم معاملتهـا كتكاليف متَغَيرة؛ لأن قيمتها تتجه نحو التزايد، مع تزايد حجم المخزون في المتوسط.

ت ش: فتعبر عن تكاليف الشراء؛ والمرتبطة فقط بـذلك الجزء الخاص بتكلفة إصدار أوامر الشراء، ويعبر المنحنى الخاص بها عن علاقة عكسية بين عدد أوامر الشراء المصدرة، وبين حجم الكمية المطلوبة في الأمر الواحد.

ت ك: فتُعبر عن التكاليف الكُلية للمخزون.

ك ق: فتُعبر عن النقطة التي تتحدد عندها الكمية الاقتصادية للشراء، والتي تقع تحت الخط العمودي لأدنى نقطة في منحنى التكلفة الكلية للمخزون.

تكاليف المخزون الإجمالية =

$$\frac{\text{تكلفة الاحتفاظ بالوحدة خلال الفترة} \times \text{الكمية المطلوبة في الأمر الواحد}}{\text{٢}} + \frac{\text{تكاليف إصدار أمر الشراء الواحد} \times \text{مقدار الاحتياجات المطلوبة خلال الفترة}}{\text{الكمية المطلوبة في الأمر الواحد}}$$

وهنا يمكننا استخدام المعادلة السابقة في تحديد الأسلوب الرياضي لتحديد الكمية الاقتصادية للشراء على النحو التالي:

الحجم الاقتصادي للطلبية بالوحدات =

$$\sqrt{\frac{\text{٢} \times \text{الاحتياجات السنوية بالوحدات} \times \text{تكلفة إصدار أمر الشراء}}{\text{سعر الوحدة} \times \text{نسبة متوسط تكلفة التخزين}}}$$

ولتطبيق هذه المعادلة نفترض أن الاحتياجـات السـنوية لإحدى الشـركات ٢٠,٠٠٠ وحـدة، وأن سـعر الوحـدة ٣٠ جنيها، وأن تكلفة إصدار أمر الشراء الواحد ٧٠ جنيها، وأن متوسط تكلفة التخزين ١٠ %، الأمر الذي يمكنُنا مـن مساعدتها في تحديد كمية الطلب الاقتصادية كما يلي:

$$\textbf{كمية الطلب الاقتصادية} = \sqrt{\frac{\text{٢} \times \text{٢٠,٠٠٠} \times \text{٧٠}}{\text{٣٠} \times \text{٠,١٠}}} = \textbf{٩٦٦ وحدةً}$$

ويمكننا أيضا مساعدتها في تحديـد متوسـط المخـزون، والتكاليف الكُلية للمخزون، وعدد أوامر الشراء في الشـهر الواحد، وذلك على النحو التالي:

$$\textbf{متوسط المخزون} = \frac{\textbf{كمية الطلب الاقتصادية}}{\text{٢}} = \frac{\text{٩٦٦}}{\text{٢}} = \textbf{٤٨٣ وحدةً}$$

$$\textbf{التكاليف الكلية للمخزون} = \frac{\text{٠,١٠} \times \text{٩٦٦}}{\text{٢}} + \frac{\text{٧٠} \times \text{٢٠,٠٠٠}}{\text{٩٦٦}}$$

$$= \textbf{١٤٩٧,٥ جنيها شهريا.}$$

$$\textbf{عدد أوامر الشراء في الشهر الواحد} = \frac{\textbf{الاحتياجات السنوية بالوحدات}}{\textbf{كمية الطلب الاقتصادية}}$$

= **۲۰,۰۰۰ وحدة** / ۹٦٦ وحدة **= ۲۱ أمرا شهريا**

تحديد نقطـة إعـادة الشـراء: Recorder Point

تعني نقطة إعادة الشراء مستوى أو حجم المخزون الـذي عندما تصل المنشأة إليه تبدأ على الفور في إصدار أمر شراء جديد.

وفي إطار الافتراض النظري فإن نقطة إعـادة الشـراء ستكون مساوية للصفر، بمعنى أن المنشأة تبدأ فـي إصـدار أمر شراء جديد عندما يصل رصيد المخـزون لـديها إلـى الصفر، ومن الواضح أن صفة الافتراض النظري هنا تتمثل في عدم منطقية التعامل مع:

- **افتـراض** انتظام حركة استخدام وسحب المخـزون بشكل كامل.
- افتراض أن وقت الشراء = صفر.
- افتراض عدم حاجة المنشأة للاحتفاظ بحد أدنى من المخزون بصفة مستمرة.

وبذلك يمكننا تحديد نقطة إعادة الشراء. بـافتراض عـدم منطقية التعامل مع الافتراضات الثلاثة السابقة كما يلي:

نقطة إعادة الشراء = معدل السحب اليومي × عـدد أيـام الشراء + الحد الأدنى للمخزون

فإذا افترضنا أن الاحتياجات السنوية من المخزون (حجم الطلب على منتجات الشركة) ٢٠٠,٠٠٠ وحدة، وأن متوسط فترة الشراء ١٥ يوما، وأن الحد الأدنـى للمخـزون ٢٠٠٠ وحدة فيمكننا التأكيد على أن الشركة يجب أن تبدأ في إصدار أمر شراء جديد عندما يصل رصيد مخزونها إلـى ١٠٢٢٠ وحدة، والتي أمكننا التوصل إليها من خلال تطبيق المعادلـة السابقة على النحو التالي:

نقطة إعادة الشراء =	**٢٠٠,٠٠٠ وحدة** ٩٦٦ وحدة	**× ١٥ × ٢٠٠ وحدة**

= ١٠٢٢٠ وحدة

إن كل ما ذكرناه حتـى الآن بالنسـبة للاسـتثمار فـي المخزون يندرج تحت إطار الإدارة الفعالة للمخزون، وذلـك فيما يخص الجانب المالي منها.

ويبقى المجال شاغرا لتقديم أسلوب تقييم مدى كفاءة إدارة المنشأة في الاستثمار الموجه للمخزون، الأمر الذي سنعرض له على النحو التالي:

في هذا المجال التحليلي يتم استخدام مؤشرين هما:

١- معدل دوران المخزون: inventory turnover

يقيس هذا المؤشر عدد مرات البيع لمتوسـط المخـزون خلال العام، حيث إنه وفي التحليل الأولي يشير انخفاض عدد مرات الدوران إلى ارتفاع متوسط حجـم الاسـتثمار فـي المخزون، وبالتالي انخفاض معدل العائد علـى الاسـتثمار، وانخفاض درجة السيولة في المنشأة. أما في مجال التحليـل الأكثر تَعمقًا فإن انخفاض أو ارتفاع معدل دوران المخـزون لا يرجع بالضرورة إلى ضعفِ، أو ارتفـاع كفـاءة الإدارة، وفشل أو نجاح السياسات المتعلقة بالتخزين، بـل يمكـن أن يرجع إلى سياسات المنشـأة فـي مجـال مـنح الائتمـان والتحصيل، حيث إن التساهل في معـايير مـنح الائتمـان والاتجاه نحو عدم التشدد في إجراءات التحصيل ينتج عنـه زيادة المبيعات الآجلة، وزيادة حجم الاستثمار في المخزون.

هذا ويمكن استخراج معـدل دوران المخـزون بإحـدى طريقتين أو كليهما وهما:

١ / ١ معدل دوران المخزون (على أساس التكلفة)

= تكلفة المبيعات / متوسط المخزون = (مرة)

حيث إن:

متوسط المخزون = (مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة) / ٢

١ / ٢ معـدل دوران المخـزون (علـى أسـاس قيمـة المبيعات):

= قيمة المبيعات / متوسط قيمة المخزون = (مرة)

حيث إن:

متوسط قيمة المخزون = متوسط المخـزون بالتكلفـة × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات.

٢- متوسط فترة التخزين:

يعني متوسط فترة التخزين عدد الأيـام التـي تقضـيها البضاعة في مخازن المنشأة من: تاريخ تخزينها وحتى تاريخ تحولها إلى مبيعات نهائية. ومن الواضح أن هنـاك **علاقـة عكسية** بين طول الفترة المذكورة وبين درجة كفاءة المنشـأة في إدارة الاستثمار في المخزون، وأيضـا وجـود **علاقـة عكسية** بين معدل دوران المخـزون وبـين طـول الفتـرة المذكورة؛ حيث إن انخفاض معدل دوران المخزون سـوف يعني طول متوسط فترة التخزين، الأمر الـذي يـؤدي فـي التحليل النهائي إلى انخفـاض كفـاءة المنشـأة فـي إدارة الاستثمار في المخزون وما لذلك من انعكاسات سلبية علـى النتائج المالية لها.

إن:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{\text{٣٦٠}}{\text{معدل دوران المخزون}} = \text{(يوم)}$$

وفي اتجاه تدعيم وتنمية مهارة القارئ المرتبطة بمجـال تحليل هذا الاستثمار، وتقييم مدى كفاءة إدارته، فلنتجه نحـو

التعامل مع البيانات التالية، والتي يفترض أنها توافرت لنـا من إحدى الشركات، ويتضمنها الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

(القيمة بالألف جنيه)

سنوات / بيـان	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥
قيمة المبيعـات السنوية	١٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	١٦٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
رصيد المخزون	٢٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
معــدل تكلفــة المبيعات %	٦٠ %	٥٥ %	٥٠ %	٤٠ %

هذا وقبل أن نقوم بعرض الجدول التحليلـي المتضـمن للتحليل المطلوب يهمنا التأكيد على ما يلي:

- إن قيم المبيعات السنوية، ومعدل تكلفة المبيعات، تم الحصول عليهما من قائمة الدخْل بعد إعـادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل.
- بالنسبة لرصيد المخزون والذي يمثل أرصـدة المخزون بأنواعه المختلفة كأحد عناصـر رأس

المال العامل من وجهة النظر المالية، وليسـت وجهة النظر المحاسبية، فقد تَم الحصول عليهـا من قائمة المركز المالي بعد إعـادة تجهيزهـا أيضا لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل؛ حيـث تمثل هذه الأرصدة أرصدة المخزون بالتكلفة.

- بالرجوع إلى مؤشري: معدل دوران المخزون، ومتوسط فترة التخزين، يتأكد أننا فـي حاجـة وقبل إعدادنا للجدول التحليلي إلى ما يلي:

- بالنسبة لـ :

متوسط رصيد المخزون بسعر التكلفة =

$$= \left(\frac{\text{رصيد مخزون أول المدة + رصيد مخزون آخر المدة}}{٢} \right)$$

وعلى اعتبار أن قائمة المركز المالي يتم إعدادها في آخر كل عام، والتي تمثل بالضرورة الأرصدة التي يبدأ بها العام التالي مباشرة، الأمر الذي يشير إلى إمكانيـة حسـاب هـذا المتوسط بالنسبة للسنوات ٩٣، ٩٤، ١٩٩٥، أمـا بالنسـبة للسنة الأولى ١٩٩٢ فإن حسـاب متوسـط رصـيدها مـن المخزون قد أوجب علينا الحصول على رصيده فـي نهايـة

عام ١٩٩١ والذي يتبين أنه ١٠,٠٠٠ ألف جنيه، وبناء على ذلك فقد تم حساب متوسط أرصدة المخزون كما يلي:

*** بالنسبة لعام ١٩٩٢ = (١٠,٠٠٠ + ٢٠,٠٠٠) / ٢ = ١٥٠٠٠ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٣ = (٢٠,٠٠٠ + ٣٠,٠٠٠) / ٢ = ٢٥٠٠٠ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٤ = (٣٠,٠٠٠ + ٤٠,٠٠٠) / ٢ = ٣٥٠٠٠ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٥ = (٤٠,٠٠٠ + ٦٠,٠٠٠) / ٢ = ٥٠٠٠٠ جنيه**

- وبالنسبة لمتوسط رصيد المخزون بسعر البيع فيتم التوصل إليه من خلال المعادلة السابق ذكرها وهي:
- **متوسط رصيد المخزون بسعر البيع = متوسط رصيد المخزون × مقلوب نسبة تكلفة المبيعات.**

وعلى ذلك فيتم حساب متوسط أرصدة المخزون بسعر البيع كما يلي:

*** بالنسبة لعام ١٩٩٢ = ١٥٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٦٠}$ = ٢٥٠٠٠ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٣ = ٢٥٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٥٥}$ ٤٥٤٥٥ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٤ = ٣٥٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٥٠}$ = ٧٠,٠٠٠ جنيه**

*** بالنسبة لعام ١٩٩٥ = ٥٠,٠٠٠ × $\frac{١٠٠}{٤٠}$ = ١٢٥٠٠٠ جنيه**

والآن أصبح المجال مهيئًا لإعداد الجدول التحليلي التالي:

جدول رقم (٧)

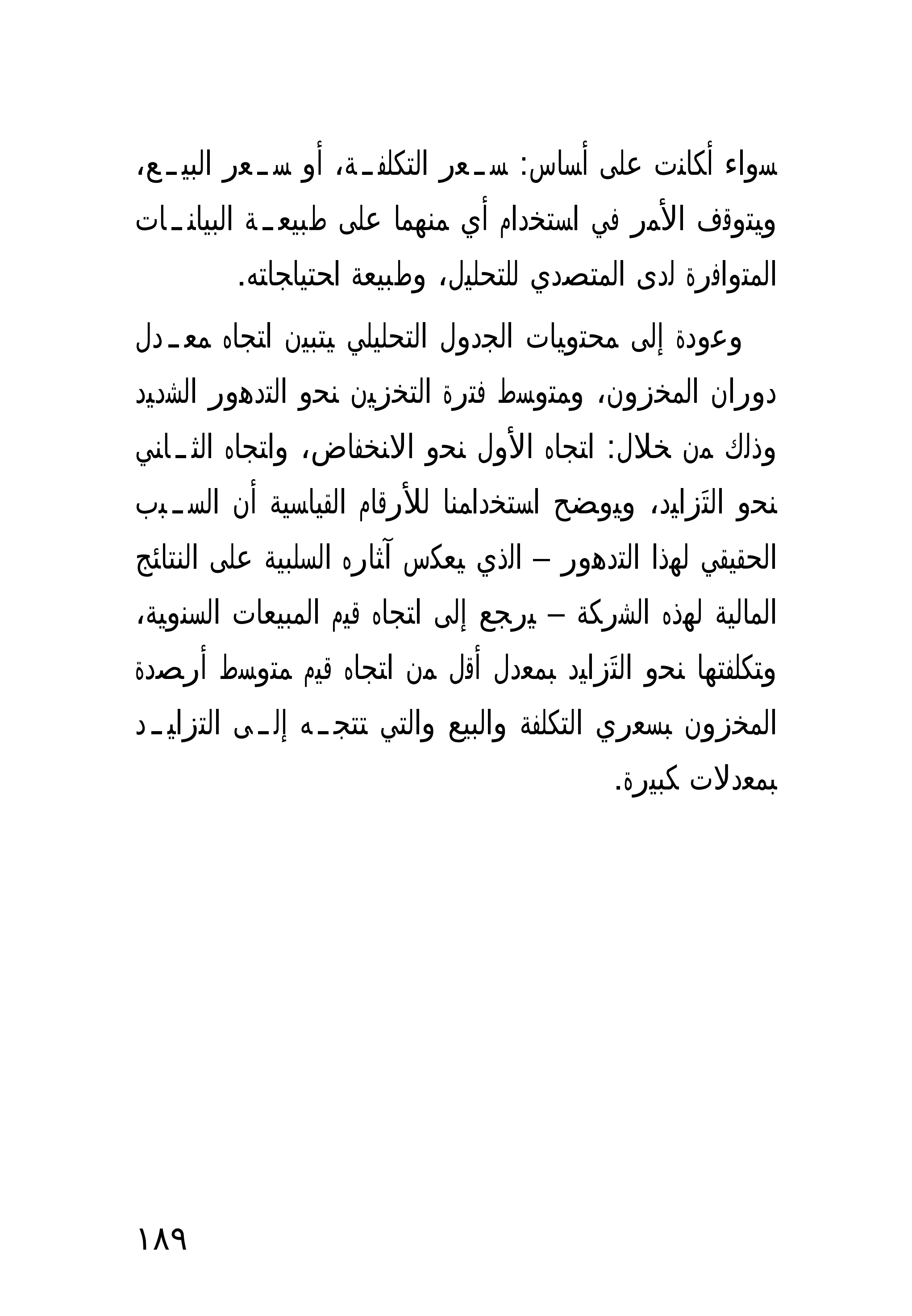
بيان بتحليل مدى كفاءة الشركة موضع التحليل

في إدارة الاستثمار في المخزون

(القيمة بالمليون جنيه)

سنوات / بيـــان	١٩٩٢ (أساس)		١٩٩٣		١٩٩٤		١٩٩٥	
	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي
قيمة المبيعات السنوية	١٠٠	١٠٠	١٢٠	١٢٠	١٦٠	١٦٠	٢٠٠	٢٠٠
تكلفة المبيعات السنوية	٦٠	١٠٠	٦٦	١١٠	٨٠	١٣٣	٨٠	١٣٣
رصيد المخزون بالتكلفة	٢٠	١٠٠	٣٠	١٥٠	٤٠	٢٠٠	٦٠	٣٠٠
متوسط رصيد المخـزون بالتكلفة	١٥	١٠٠	٢٥	١٦٧	٣٥	٢٣٣	٥٠	٣٣٣
متوسط رصيد المخـزون بسعر البيع	٢٥	١٠٠	٤٥,٥	١٨٢	٧٠	٢٨٠	١٢٥	٥٠
معـدل دوران المخـزون بالتكلفة	٤ مرات	-	٢,٦ مرة	-	٢,٣ مرة	-	١,٦ مرة	- -
معـدل دوران المخـزون بسعر البيع	٤ مرات	-	٢,٦ مرة	-	٢,٣ مرة	-	١,٦ مرة	-
متوسط فترة التخزين	٩٠ يوما	-	١٣٨,٥ يوما	-	١٥٦,٥ يوما	-	٢٢٥ يوما	-

وباستعراض محتويات هذا الجدول يتأكد أن معدل دوران المخزون لا يختلف في نتائجه باختلاف طريقـة الحسـاب،



سواء أكانت على أساس: سـعر التكلفـة، أو سـعر البيـع، ويتوقف الأمر في استخدام أي منهما على طبيعـة البيانـات المتوافرة لدى المتصدي للتحليل، وطبيعة احتياجاته.

وعودة إلى محتويات الجدول التحليلي يتبين اتجاه معـدل دوران المخزون، ومتوسط فترة التخزين نحو التدهور الشديد وذلك من خلال: اتجاه الأول نحو الانخفاض، واتجاه الثـاني نحو التَزايد، ويوضح استخدامنا للأرقام القياسية أن السـبب الحقيقي لهذا التدهور – الذي يعكس آثاره السلبية على النتائج المالية لهذه الشركة – يرجع إلى اتجاه قيم المبيعات السنوية، وتكلفتها نحو التَزايد بمعدل أقل من اتجاه قيم متوسط أرصدة المخزون بسعري التكلفة والبيع والتي تتجـه إلـى التزايـد بمعدلات كبيرة.